

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 08 ماي 1945 قالمة



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود ومؤسسات مالية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية LMD

الموضوع:

أسواق الأوراق المالية العربية و دورها في تمويل التنمية

تحت إشراف الأستاذ:

باهي موسى

من إعداد الطالبتين:

-برباش مروة

-عميار نوال

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا

مناقشا

مؤظرا

-بن جلول خالد

-بوقموم محمد

-باهي موسى

السنة الجامعية: 2010-2011

شكر وتقدير:

عملا بقوله تعالى: " وإذ تأذن ربكم لئن شكرتم لازيدنكم...".
وبقوله صلى الله عليه وسلم: " من لا يشكر الناس لا يشكر الله".
الحمد لله رب العالمين، عدد خلقه ورضا نفسه وزنة عرشه ومداد كلماته.
اعترافا بالود وحفظا للجميل وتقديرا للامتنان، نتقدم بجزيل الشكر وبأسمى عبارات التقدير
والاحترام للذي نسال الله أن يجعله ممن قال فيهم: "من المؤمنين رجال صدقوا ما عاهدوا الله
عليه..."، الأستاذ المشرف: باهي موسى، وفاء وتبجيلا.
وما كلن هذا العمل مجهود الباحثين لوحدهما، وإنما بتوفيق من الله وبمد يد العون ممن تحرو
ازدياد هذا المولود العلمي من كافة الأساتذة.
شكر ممزوج بالدعاء والاستغفار لكل أساتذتنا من التعليم الابتدائي إلى الجامعي، بلغهم الله
منازل الشهداء ومراتب السعاد ومرافقة الأنبياء، اللهم رب اجعلهم ممن قلت فيهم: " ادخلوا
الجنة بما كنتم تعملون".

الإهداء:

وعبثاً ان أن يحاول تجميعها في سطور في مثل هذه اللحظات يتوقف اليراع ليفكر قبل أن يخط الحروف ليجمعها في كلمات ... تتبعثر الأحرف سطوراً كثيرة تمر في الخيال ولا يبقى لنا في نهاية المطاف الا قليلا من الذكريات وصور تجمعا

برفاق كانوا الى جانبنا....

إلى السنبلة الذهبية في بلادي وبيارات البرتقال

إلى كروم العنب وغصن الزيتون

إلى رغيف الطابون و ريح الزعر

إلى الجزائر تلك التي صنعتني كي أكون هنا

إلى من علمني كيف الصعود وحمل لي شعلة

تلذذ بحروقها في يديه لينير لي دربي

إلى ذاك الرجل الذي علمني العزة وكحل عيني بالكبرياء

إلى ذاك الذي مازالت عينيه تصنعني طفلة حتى اللحظة

...إليك والدي...

...واليهما...

إلى الحضن المعيق بأريج الوطن

واليد التي اندست في خصال شعري

وصوتها الشجي يروي لي حكايا الجد والنجاح

قيل النوم كي احلم بها

من علمتني كيف أقف أمامكم في لحظة تتسابق فيها الدموع لمقلتي

إليك أمي...

إلى من أثاروني على نفسهم...إلى من علموني علم الحياة

إلى من اظهروا لي ماهو أجمل من الحياة

...إخوتي...

الآن تفتح الأشرعة وترفع المرساة لتنتطلق السفينة في عرض بحر واسع مظلم هو بحر الحياة، وفي هذه الظلمة لا يضيئنا لا قنديل الذكريات،

ذكريات الأخوة البعيدة، إلى الذين أحببتهم وأحبوني...صديقاتي

لجامعتي التي تركت مذكراتي على مقاعدها

لكم جميعا اهدي سهري وتعبي وجهدي

الإهداء:

بدأنا بأكثر من يد وقاسينا أكثر من هم وعانينا الكثير من الصعوبات وهانحن اليوم والحمد لله نطوي سهر الليلي وتعب الأيام وخلاصة مشوارنا بين دفتي هذا العمل المتواضع.

إلى منارة العلم والإمام المصطفى إلى الأمي الذي علم المتعلمين إلى سيد الخلق إلى رسولنا الكريم سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل أسمه بكل افتخار .. أرجو من الله أن يمد في عمرك لثرى ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد..
والذي العزيز.

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. إلى بسمه الحياة وسر الوجود إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب
أمي الحبيبة.

إلى من حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكراهم فؤادي إلى أخواتي وأخواني.

إلى من سرنا سوياً ونحن نشق الطريق معاً نحو النجاح والإبداع إلى من تكاتفنا بدأ بيد ونحن نقطف زهرة وتعلمنا إلى صديقتي وزميلاتي.

إلى من علمونا حروفاً من ذهب وكلمات من درر وعبارات من أسمى وأجلى عبارات في العلم إلى من صاغوا لنا علمهم حروفاً ومن فكرهم منارة تنير لنا سيرة العلم والنجاح إلى أساتذتنا الكرام.

نوال

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ ﴾

سورة البقرة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْعَظِيمِ

فهرس المحتويات:

المحتويات.....	الصفحة
المقولة.....	ا.....
شكر وتقدير.....	ب.....
الإهداء الأول.....	ج.....
الإهداء الثاني.....	د.....
فهرس المحتويات.....	هـ.....
فهرس الجداول.....	س.....
فهرس الأشكال.....	ع.....
الملخص باللغة العربية.....	ف.....
الملخص باللغة الاجنبية.....	ص.....
مقدمة عامة.....	طك.....

الفصل الأول: الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية

تقديم.....	02.....
المبحث الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية.....	03.....
المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى.....	03.....
1-تعريف السوق المالية.....	03.....
2- تعريف سوق الأوراق المالية و مكوناتها.....	04.....
المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها،تنظيمها.....	09.....

- 1- خصائص سوق الأوراق المالية.....09
- 2- وظائف سوق الأوراق المالية.....10
- 3- تنظيم وسير السوق المالية.....12
- المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....15**
- 1- أدوات الملكية (الأسهم).....15
- 2- السندات.....19
- 3- الفرق بين الأسهم والسندات.....22
- 4- المشتقات والأوراق المهجنة.....23
- المبحث الثاني: شروط إنشاء سوق أوراق مالية فعال.....24**
- المطلب الأول: توفير مناخ استثماري ملائم.....24**
- 1- تعريف المناخ الاستثماري.....24
- 2- المناخ الاستثماري وسياساته.....25
- المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية على مستوى الإقتصاد الكلي لإنشاء سوق الأوراق المالية..28**
- 1- مستويات النمو الإقتصادي وزيادة معدلاته.....28
- 2- الإدخار.....30
- 3- مستوى الدخل وهيكل توزيعه.....35
- 4- سعر الفائدة:تعريفه والنظريات المحددة له في السوق.....36
- المطلب الثالث: شركات المساهمة والجهاز المصرفي ودورهم في إنشاء سوق الأوراق المالية...42**
- 1- كثرة شركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية وتوفر المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى... 42

2- الجهاز المصرفي ودوره في إنشاء سوق للأوراق المالية نشط وفعال.....43

المبحث الرابع: تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.....44

1- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية.....44

2- متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.....46

المبحث الثالث: عموميات حول التنمية الاقتصادية.....50

المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية وأهدافها.....50

1- مفهوم التنمية الاقتصادية.....50

2- أهداف التنمية.....51

المطلب الثاني: أبعاد ومتطلبات التنمية الاقتصادية.....52

1- أبعاد التنمية.....52

2- متطلبات التنمية الاقتصادية.....54

المطلب الثالث: تمويل التنمية الاقتصادية.....56

1- الموارد المحلية.....56

2- الموارد الأجنبية.....59

3- الإستثمار الأجنبي الخاص.....60

خلاصة الفصل.....62

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية العربية

تقديم.....64

المبحث الأول: واقع الاقتصاديات العربية.....65

- المطلب الأول: سمات وخصائص الإقتصاد العربي**.....65
- 1- طبيعة النظام الإقتصادي المتبع.....65
- 2- برامج الإصلاح الإقتصادي والهيكلية.....66
- 3- درجة الانفتاح على الخارج.....66
- 4- اعتماد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي للنشاط الإقتصادي.....68
- 5- هيكل صادرات و واردات الدول العربية.....68
- المطلب الثاني: ترتيب الدول العربية في المؤشرات الإقتصادية الدولية**.....69
- 1- وضع الدول العربية في المؤشرات الدولية.....69
- 2- تحليل المؤشرات الإقتصادية لمناخ الإستثمار في الدول العربية.....75
- المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية على إقتصاديات الدول العربية**.....81
- 1- تحليل مقارن لتأثيرات الأزمة المالية العالمية على الإقتصادات العربية.....81
- 2- الأزمة العالمية و الارتباط البيئي للإقتصادات العربية.....84
- المبحث الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية**.....85
- المطلب الأول: بورصات دول الفاض المالي والحرية الإقتصادية**.....85
- 1- السوق السعودي للأوراق.....85
- 2- سوق الكويت للأوراق المالية.....87
- المطلب الثاني: بورصات دول العجز المالي والحرية الإقتصادية**.....90
- 1- الهيئة العامة لسوق المال بمصر.....90

- 2- بورصة الدار البيضاء.....93
- 3- بورصة تونس.....94
- المطلب الثالث:** البورصات القائمة والبورصات التي هي بصدد الإنشاء والتكوين في الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية.....96
- 1- بورصة الجزائر.....96
- المبحث الثالث:** تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000-2009.....99
- المطلب الأول:** تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000-2009.....99
- 1- تطورات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2000.....99
- 2- تطورات أسواق الأوراق المالية خلال عام 2001.....100
- 3- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002.....101
- 4- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية لعام 2003102
- 5- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية في السنوات الستة الأخيرة.....102
- المطلب الثاني:** أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000-2009.....103
- 1- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال سنة 2000.....103
- 2- تطورات أداء الأسواق المالية العربية خلال سنة 2001.....105
- 3- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002.....106
- 4- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2003.....107
- 5- أداء الأسواق العربية من 2004-2008.....109
- 6- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2009.....110
- خلاصة الفصل**.....111

الفصل الثالث: تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها

- تقديم.....113
- المبحث الأول: إمكانية تكامل الأسواق المالية العربية كاستراتيجية لتمويل التنمية.....114
- المطلب الأول: مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية...114
- 1-برنامج عمل الصندوق في مجال الاسواق المالية العربية.....114
- 2-جهود الاصلاح الاقتصادي وتطوير اسواق الاوراق المالية العربية.....119
- المطلب الثاني: ربط أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلباتها التقنية.....123
- 1- تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط الأسواق المالية.....124
- 2- البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية العربية.....133
- 3- إتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.....136
- 4- متطلبات أخرى للربط والتعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية.....142
- المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية و دورها في تمويل التنمية.....144
- 1- تعبئة المدخرات.....145
- 2- إدارة المخاطر المالية.....146
- 3- تخفيض تكلفة المعلومات و تسعيرها.....147
- 4- أحكام الرقابة على إدارة الشركات.....147
- المبحث الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية.....148
- المطلب الأول: معوقات تنظيمية وغياب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.....148
- 1- معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية.....148

- 2- قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية.....153
- 3- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.....155
- المطلب الثاني: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي.....157**
- 1- ضيق نطاق السوق.....157
- 2- ضآلة الطلب والعرض.....158
- المطلب الثالث: مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج.....161**
- 1- الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج.....161
- 2- أسباب هروب رؤوس الأموال العربية للخارج ومخاطرها.....162
- 3- مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية.....166
- 4- الآليات المقترحة لتوطين وعودة الأموال العربية بالخارج والحد من هجرتها.....166
- المبحث الثالث: معوقات و اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر كبورصة عربية.....167**
- المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر.....168**
- 1- المعوقات السياسية.....168
- 2- المعوقات القانونية.....168
- 3- المعوقات الثقافية.....169
- 4- المعوقات الاقتصادية.....170
- المطلب الثاني: اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر.....174**
- 1- اقتراحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي.....174
- 2- اقتراحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي.....176

179.....	3- اقتراحات تتعلق بالجانب الاجتماعي والثقافي
181.....	خلاصة الفصل
191-183.....	خاتمة عامة
203-193.....	قائمة المراجع
209-205.....	الملاحق

مقدمة عامة:

شهد الاقتصاد العالمي تغيرات جذرية خلال الحقبة الاخيرة من القرن الماضي مست جميع الجوانب الحياتية والسياسية، الاجتماعية، الثقافية والاقتصادية، في اطار ما اصطلح عليه بالعولمة، هذه الاخيرة كان لها اثار كبيرة لاسيما في ظل تحرير التجارة الدولية والخدمات وتحرير حساب راس المال وحرية الاسواق.

وفي ظل هذه المتغيرات اصبح من الضروري على الدول النامية مواجهة التحديات لمواكبة التطورات الحاصلة في الاقتصاد العالمي لاسيما في الجانب المالي منه(العولمة المالية)، ومع استمرارية تطور الاقتصاد الرأسمالي وتعاضم قدراته الإنتاجية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وتزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المتاحة فقد تزايدت أهمية أسواق الأوراق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة، الأمر الذي كان له أثره المباشر أيضا بالنسبة لسائر البلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية وتتطلع لبناء اقتصاد متطور ومزدهر على قاعدة نظام الحرية الاقتصادية.

وباعتبار سوق الأوراق المالية ركنا أساسيا من أركان القطاع المالي في أي اقتصاد حر، فهي تعد عنصرا مهما في تطوير وتنظيم أساليب التمويل المتوسط وطويل الأجل للمشاريع الاقتصادية والاجتماعية والتنمية بالأحجام والكلف المطلوبة، كما تعد بطبيعتها المصدر الأساسي لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل، خاصة وان تمويل الانطلاقة الصناعية قد تم من خلال إصدارات الأسهم والسندات في الاقتصاد المتقدم المترامن مع الاختلالات المالية التي عرفتتها الاقتصاديات النامية وعجزها عن توفير موارد مالية لتمويل التنمية.

فالاقتصاديات النامية بشكل عام و الاقتصاديات العربية بشكل خاص ميزها انخفاض الناتج المحلي وارتفاع مديونيتها الخارجية، الى جانب ذلك عدم تحقيقها للتوازنات الكبرى لاسيما توازن ميزانياتها العمومية، فهي اقتصاديات توجهت نحو انشاء قطاع عام عريض على حساب القطاع الخاص ماميزه ضعف اداءه وعدم توصله الى النتائج التي وجد من اجلها مما اثقل تلك الدول على الصعيدين الداخلي والخارجي من حيث تحمل عبئ تمويل هذا القطاع، الامر الذي دفع بكل البلدان العربية سعيا منها لمواجهة

الاثار السلبية الناتجة عن الفترة السابقة الى تبني برامج اصلاح شامل خاصة ماتعلق بالجانب التمويلي لاقتصادياتها، بحثا منها عن تحقيق نتائج ايجابية واحداث تنمية اقتصادية.

ان الوضعية السابقة جعلت جل البلدان العربية تفكر في اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل باللاوساطة المالية عن طريق انشاء اسواق الاوراق المالية بها نظرا للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية، فنقلت اهتمامها بموضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق وأقامت سوقا خاصة لتداول الأوراق المالية بعد أن هيأت لها شروطا معينة حتى تكفل نجاحها ومع ذلك فإن هذه السوق قد تكون

ناجحة وفعالة، كما يمكن أن تكون هامة، ويمكن أيضا أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلا من تعبئتها وتأمين كفاءة استخدامها.

وبالرغم من مرور حقبة زمنية معتبرة على إنشاء أسواق الأوراق المالية العربية إلا أنها مازالت تعاني من التخلف، رغم الإصلاحات التي قامت بها كل دولة على حدى في سوقها المحلية ورغم الجهود الكبيرة التي بذلتها البلدان العربية لتطوير القطاع المالي فيما بينها، إلا أن هذه الأسواق لا تزال تواجه العديد من العوائق، تشكل سمات مشتركة بينها حالت دون تحقيق الترابط بينها وتوحيد البورصات.

في هذا السياق تهدف الدراسة بالاساس الى تبيان العلاقة القائمة بين اسواق الاوراق المالية وتمويل التنمية في الدول العربية.

وعلى هذا الاساس تأخذ هذه الدراسة اهميتها حيث جاءت لابرار الدور التمويلي التنموي لاسواق الاوراق المالية العربية، من خلال لقاء الضوء على مختلف المعوقات التي تقف امامها ومحاولة ايجاد سبل تفعيل دورها والوصول بها الى مصاف الاسواق المالية المتقدمة والناشئة.

وبناء على ما سبق، يمكن إبراز أهمية البحث فيما يلي:

- تساهم أسواق الأوراق المالية في تنمية الموارد الادخارية، وتحريكها نحو فرص الاستثمارات المتاحة وتوظيفها في إقامة مشاريع تنموية كبيرة وتقليل حاجة تلك الدول إلى التمويل الخارجي.

- تأسيس سوق أوراق مالية تقوم على توفر مقومات قيام تلك السوق، وتوفير الشروط والأطر التشريعية والتنظيمية والمناخ الاقتصادي والسياسي.

- يعد إنشاء أسواق الأوراق المالية بالدول العربية تأكيدا على تعاضد الاهتمام بهذا النوع من الأسواق، خاصة وأن أغلب الدول العربية تسير في اتجاه العولمة والانفتاح الذي يقتضي تقليص دور الدولة، مما يستلزم حوصصة القطاع العام عن طريق أسواق الأوراق المالية فعالة.

- يتوقف نجاح الربط بين أسواق الأوراق المالية على نجاح السوق المالية على المستوى المحلي، ثم التفكير في المرحلة الثانية في التعاون والترابط فيما بين أسواق الأوراق المالية العربية.

وعلى هذا الأساس، تأخذ هذه الدراسة أهميتها حيث جاءت لمعالجة معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، وهذا من خلال إبراز مختلف المعوقات التي تقف أمام تطور وربط أسواق الأوراق المالية العربية ومحاولة اقتراح حلول للنهوض بها.

من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع البحث يمكن تلخيصها في النقاط الآتية :

-محاولة تقديم،رؤية معمقة حول الأسس النظرية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية للوصول الى بعض الحلول التي تعتبر إسهاما في تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.

-إبراز واقع الاقتصادات العربية من خلال متابعة اداء الاقتصاد الكلي و عرض جملة من المؤشرات الاقتصادية،المالية والنقدية.

- عرض ومتابعة اداء البورصات العربية والتميز بينها،وابراز دورها التمويلي والتنموي في سياق تاريخي.

-محاولة معرفة المعوقات التي ساهمت بتعقيد وضع الاسواق المالية العربية،وعدم مساهمتها للواقع الاقتصادي.

-البحث عن الدور التنموي والتمويلي لسوق الاوراق المالية العربية.

موضوع دور الأسواق المالية العربية في تمويل التنمية موضوع حديث نسبيًا، والبحث فيه في بدايته خاصة في الجزائر، ووجود كتب متخصصة فيه قليلة، إلا أن هناك بعض البحوث والدراسات تناولت جانب من جوانب هذا الموضوع نذكر منها:

- محفوظ جبار: البورصة، التسيير والخصوصية المؤسسات العمومية- دراسة حالة إتحاد المغرب العربي – عبارة عن رسالة دكتوراه دولة مقدمة بمعهد العلوم الاقتصادية بجامعة فرحات عباس- سطيف-سنة 1997.
- وليد أحمد الصافي: الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق، وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر سنة 2003.

بالرغم من توفر بعض الدول العربية على نفس مقومات إنشاء أسواق الأوراق المالية التي تتوفر عليها الدول المتقدمة، وبالرغم من قيام بعض الدول العربية بتبني الإصلاحات التي قامت بها الدول المتطورة في مجال أسواق الأوراق المالية ومواكبة التطورات الحاصلة فيها، إلا أن أسواق الأوراق المالية العربية مازالت متخلفة ولم تؤدي الدور المطلوب منها وهو تمويل التنمية الاقتصادية.

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

ما مدى مساهمة الأسواق المالية العربية في تمويل التنمية؟

ومن خلال هذه الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الجزئية الآتية :

- ماهو واقع أسواق الأوراق المالية العربية؟

-ماهو المنتظر من الأسواق المالية العربية؟

-ماهي سبل وإمكانات تفعيل أداء الأسواق المالية العربية في تمويل التنمية؟

-هل يمكن اعتبار الأسواق المالية العربية كأداة رئيسية في التمويل؟

-في ظل العولمة المالية والاندماج المالي العالمي ماهي إمكانات تكامل الأسواق المالية العربية كإستراتيجية في التنمية المالية؟

في هذا الإطار يمكن وضع الفرضيات الموالية:

- يعود تخلف أسواق الأوراق المالية العربية إلى حداثة نشأتها مما يتطلب فترة زمنية متوسطة أو طويلة لاستكمال بناء أطرها التشريعية والتنظيمية.

- تتوقف عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية إلى عدم توفر المعلومات.

- يعود عدم الترابط بين أسواق الأوراق المالية العربية إلى كثرة التشريعات واللوائح المنظمة لسوق الأوراق المالية العربية.

-سوق الأوراق المالية أداة رئيسية للتأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية بما يتلاءم مع أهداف وخطط التنمية الاقتصادية.

و يمكن بلورة أهداف البحث في النقاط الآتية:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية.

- محاولة البحث في التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية من جهة، وتطوراتها وأدائها من جهة أخرى، والوقوف على اقتصادياتها وذلك بهدف الوقوف على معوقات تطور أسواق الأوراق المالية.

- الرغبة في تقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية.

يعتبر وجود سوق أوراق مالية قادر على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة لاستمرار، والدول العربية كغيرها من الدول النامية تتطلع إلى تحديث وتعميق وتقوية هذه السوق، رغم الإصلاحات الكبيرة التي قامت بها الدول العربية على مستوى أسواقها فإن نقاط الضعف عديدة، ولا زالت قائمة من جهة وتحديات التي تواجهها البلدان العربية كبيرة فهناك تحديات مصدرها التطورات التي ترتبط بالأسواق العالمية والتغيرات التقنية الباهرة وهناك ظروف تتصل بالبلدان العربية وأوضاعها، إذ قامت هذه الأخيرة بعدة إصلاحات فرادی

بالإضافة إلى جهود التعاون والترابط بينها من أجل تطوير سوقها للأوراق المالية، إلا أنها مازالت لم تصل حتى إلى مصاف الأسواق الناشئة.

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

تم اعتماد المنهج الوصفي في الفصل الأول بالنظر إلى طبيعة العناصر التي تناولها من عرض الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، كفاءة هذه الأسواق.

وفي الفصل الثاني تم استخدام المنهج الوصفي عند عرض واقع الاقتصاديات العربية باعتبار أن سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة لأداء الاقتصاد الكلي ومكان لقياس درجة حرارته، وتطلب الأمر استخدام المنهج التحليلي عند رصد التطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 1999-2009 بغية استخراج أهم العقبات التي تقف في وجه هذه الأسواق وتقديم اقتراحات تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.

أما الفصل الثالث تم اعتماد المنهج الوصفي في عرض أهم إسهامات تفعيل سوق الأوراق المالية العربية و تبيان أهم المعوقات التي تواجهها، وعرض التجربة الجزائرية كبورصة عربية و سبل تفعيلها.

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول:

فالفصل الأول الذي جاء تحت عنوان الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، تطرق المبحث الأول فيه إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية من خلال مفهومها وموقعها من الأسواق الأخرى، خصائصها ووظائفها وتنظيمها، الأدوات المالية المتداولة فيها، كما تطرق المبحث الثاني إلى الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة من خلال توفير مناخ استثماري ملائم، المتطلبات الأساسية على مستوى الاقتصاد الكلي لإنشائها، شركات المساهمة والجهاز المصرفي ودورهم في إنشائها، كفاءتها، أما المبحث الثالث تناول عموميات حول التنمية الاقتصادية من خلال مفهومها وأهدافها، أبعادها ومتطلباتها، تمويل التنمية الاقتصادية.

أما الفصل الثاني والذي جاء تحت عنوان واقع أسواق الأوراق المالية العربية، تطرق المبحث الأول منه إلى واقع الاقتصاديات العربية من خلال سمات وخصائص الاقتصاد العربي، ترتيب الدول العربية في المؤشرات الاقتصادية الدولية، تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاديات العربية، أما في المبحث الثاني تعرض إلى الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية من خلال بورصات دول الفئاض المالي والحرية الاقتصادية، بورصات دول العجز المالي والحرية الاقتصادية، البورصات القائمة والبورصات التي هي بصدد الإنشاء والتكوين في الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية، أما المبحث الثالث تناول تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية من خلال تطوراتها خلال عام 2000-2009، أدائها خلال 2000-2009.

أما الفصل الثالث فقد خصص إلى تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها، حيث تعرض المبحث الأول إلى إمكانية تكامل أسواق الأوراق المالية العربية من خلال إسهامات تفعيلها، وربطها ومتطلباتها التقنية، دورها في تمويل التنمية، أما في المبحث الثاني تعرض إلى معوقات أسواق الأوراق

المالية العربية من خلال معوقاتھا التنظيمية،الاقتصادية،مشكلة هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج،أما المبحث الثالث تناول معوقات واقتراحات تفعيل بورصة الجزائر كبورصة عربية من خلال معوقاتھا،اقتراحات تفعيلھا.

تقديم:

يرى التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية وفق متطلبات النظام الاقتصادي العالمي الجديد في التمويل عن طريق البنوك طريقة تقليدية، كما أن الاتجاه إلى حوصلة القطاع العام أدى إلى بروز أداة لذلك وهي سوق الأوراق المالية كأسلوب للخصوصية، وكطريقة جديدة لتمويل المنشآت الجديدة أو تلك التي ترغب في تطوير نشاطها وتمويل خططها التوسعية .

سوق الأوراق المالية على غرار الأسواق الأخرى، لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما أنها تشكل جزء من السوق المالي الموازي للسوق النقدي، كما يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملون من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو على أي نوع آخر من الأوراق المالية كان التطور المالي سببا في تطورها.

إن إنشاء سوق للأوراق المالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة من بيئة تشريعية ملائمة، وظروف اقتصادية جذابة وكذا استقرار الأوضاع السياسية لتكون في مجموعها المناخ المناسب لإنشاء وتطوير هذا السوق، فبالرغم من توفر بعض الدول العربية على نفس مقومات إنشاء أسواق الأوراق المالية التي تتوفر عليها الدول المتقدمة، وبالرغم من قيام بعض الدول العربية بتبني الإصلاحات التي قامت بها الدول المتطورة في مجال أسواق الأوراق المالية ومواكبة التطورات الحاصلة فيها، إلا أن أسواق الأوراق المالية العربية مازالت متخلفة ولم تؤدي الدور المطلوب منها وهو تمويل التنمية الاقتصادية.

وقصد التعرف أكثر على خصوصيات سوق الأوراق المالية وكذا المتطلبات الأساسية لإنشائه، ومفاهيم التنمية الاقتصادية يلقى هذا الفصل على المحاور التالية ارتباطا بموضوع الدراسة:

المبحث الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: شروط إنشاء سوق أوراق مالية فعال.

المبحث الثالث: عموميات حول التنمية الاقتصادية.

المبحث الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور جد مهم في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي والتي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة، كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على سيولة في أي وقت هذا ما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى

إن موقع سوق الأوراق المالية يعتبر واضحا ضمن ترتيبه الأسواق التي تشمل أسواق النقد وأسواق المال، لذا سنتطرق إلى النقاط الآتية:

1-تعريف السوق المالية:

هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال، حيث أن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة، لذا سيتم البحث في مفهوم سوق الأوراق المالية والعلاقة التي تربطه بسوق المال.(1)

فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء و المؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما :

1-1- أسواق النقد:

هو الشق الأول للسوق المالية يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة و البنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق، وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة غير أنه يمكن في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر نظرا لضمان عملية السداد، ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى اذونات الخزنة، وتتميز السوق النقدية بالميزات التالية:(2)

- سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.
- تتميز بقدر كبير من السيولة و المرونة العالية .
- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعا في عملية التداول .

1-2- سوق رأس المال:

يمكن تعريفه بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، ويتكون هذا السوق من شكيلين هما:

1-2-1- أسواق حاضرة:

وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل، أسهم، سندات، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.(3)

1-2-2- أسواق آجلة:

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وهي أيضا تتعامل في الأسهم و السندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة أنيا على أن يستلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغيير السعر.(4)

2- تعريف سوق الأوراق المالية و مكوناتها:

بعد أن تعرفنا على السوق المالي نجد أن سوق الأوراق المالية جزء من هذا السوق، ويمكن الآن تقديم التعارف الآتية للتدقيق في مفهومها، كما يتم تناول مكوناتها.

1-2- تعريف سوق الأوراق المالية : هناك عدة تعاريف يمكن أن نذكر منها :

(1) محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق- أحوالها ومستقبلها-، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص ص 36،37.

(2) أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار القباء الحديثة، مصر، 2007، ص 29.

(3) جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار همام، بدون بلد نشر، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2002، ص ص 71،72.

(4) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديثة، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص 51.

-التعريف الأول: سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية طويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها.(1)

-التعريف الثاني: سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية وذلك عن طريق سمسارة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أوبا لنسبة للأسعار المتفق عليها من كل نوع.(2)

-التعريف الثالث: سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق الغير منظم فيتكون من عدد من التجار والسمسارة، يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية بالمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.(3)

من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي:

سوق الأوراق المالية (البورصة) هو السوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السمسارة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المستثمرين مع سهولة الاتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

وهنا وبوضع كافة المفاهيم السابقة، يمكننا التفريق بين السوق المالية وسوق الأوراق المالية، باعتبار السوق الأولى مهمتها الرئيسية تتمثل في التمويل طويل الأجل دون تحديد الشكل الذي يتخذه هذا التمويل، أما سوق الأوراق المالية فتكون العلاقة بين طرفي التعامل فيه مباشرة، بحيث تقوم الوحدات ذات العجز المالي بإصدار صكوك يكتب فيها الجمهور وتأتي السوق المالية بهذه الورقة لتحمل معنى سوق الأوراق المالية.(4)

2-2- مكونات سوق الأوراق المالية : تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:

2-2-1- أسواق أولية(سوق الإصدارات الجديدة):

(1) عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص 25.

(2) محمد سويلم، إدارة البنوك والبورصات المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، دون بلد نشر، 1992، ص 272.

(3) ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات ايماج، بدون بلد نشر، 1998، ص ص 6، 7.

(4) محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998، ص 41.

هو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة، بغرض الحصول على الأموال كتمويل للاحتياجات المالية.(1)

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى:(2)

مصارف الاستثمار: وهو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها إلى مصرفي الاستثمار والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين وتظهر وظائفه في:(3)

-النصح والمشورة نظرا للخبرة وما يتوافر لديه من كفاءات .

-الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

-التسويق وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشتريين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية للبورصة.

- **أسلوب البيع المباشر:** تقوم المؤسسة المصدرة لعمليات طرح خاص، وذلك بان تبيع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من الرسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة.(4)

2-2-2-الأسواق الثانوية(سوق التداول):

هي السوق التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية ويجب الملاحظة بان عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية(5). ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:

-**السوق المنظمة:** هي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة وفقا لقوانين تضعها الجهات الوصية(6)، وهي تأخذ شكلين:(7)

-**السوق المنظمة المركزية أو السوق الرسمية:** ويقصد بها البورصة المركزية أو السوق الرسمية بمعنى تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع

(1) منير إبراهيم هندي، أساسيات في الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 67.

(2) عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص 70.

(3) Conso, La gestion financière de l'entreprise, Edition dunod, deuxième edition, 1989, tom2, p387.

(4) Shall helly, Introduction to financial management, gaid hill, new work, 1988, p27.

(5) محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 271.

(6) ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل وإدارة-دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص 122.

(7) احمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 07.

الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق، ومن أمثلة هذه السوق بورصة طوكيو، بورصة لندن، وبورصة نيويورك للأسهم و الاوروناكس.

وعادة ما تمثل هذه السوق مكان يتم التفاوض فيه حول الأوراق المالية للمؤسسات الكبيرة المسجلة في قيد البورصة، كما تحكم مثل هذه السوق قوانين صارمة جدا وتخضع لمراقبة شديدة المسجلة في قيد البورصة، كما أنها منظمة تنظيما جيدا.

وهذه السوق لا تفتح إلا للمؤسسات التي تستجيب لجملة من الشروط منها :

- أن يتوفر لديها مبلغ من رأس المال الجماعي محدد من طرف لجنة البورصة.

- أن تصدر عددا معين من الأوراق المالية .

وتحقق المؤسسات المسجلة في قيد البورصة مجموعة من المزايا يمكن ذكر أبرزها كما يلي :

-احتلال المؤسسة مكانة هامة في الاقتصاد.

-إمكانية تطور المؤسسة، ذلك لان المؤسسة العائلية يمكن أن تتحول إلى شركات ذات أسهم.

-السوق المنظمة المحلية:ويقصد بها البورصة المحلية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهتم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه، ويسمح فيها أيضا بالتعامل بالأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية.

-السوق الغير منظمة:وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين⁽¹⁾، ولا يتم مقابلة العرض و الطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات⁽²⁾. ويتواجد داخل السوق الغير منظمة نوعان من الأسواق:

-السوق الثالث:هو جزء من السوق غير المنظمة، حيث تتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا بسرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة⁽³⁾.

-السوق الرابع:هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دوت الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لان الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكبار الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم⁽⁴⁾.

(1) احمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 11.

(2) مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005، ص 81.

(3) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 56.

(4) صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية- علميا وعمليا-، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000، ص 24.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها،تنظيمها

1-خصائص سوق الأوراق المالية : نذكر منها:(1)

-تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى،كون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين،وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها.

-تتطلب هذه السوق وجود سوق ثانوية،يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

-التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم،وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

-التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية.

-هي سوق تتميز بالمرونة،وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فان ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

-الاستثمار في هذه السوق يتطلب توفر المعلومات السوقية واتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

كذلك فقد نستطيع إيجاز بعض الخصائص فيما يلي:(2)

-سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل،وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

-الاستثمار في الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً،وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

-الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي،فأدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية،سوقية وتنظيمية مختلفة،وكذلك الأسهم على الرغم من أن لها عائد أكبر نسبياً إلا أن المخاطر فيها تبقى كبيرة.

2- وظائف سوق الأوراق المالية : ويمكن تلخيصها فيما يلي:

2-1- أداة لتمويل الاقتصاد:

وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي،فهي على المدى الطويل تسهل عملية النمو للمؤسسات وتسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء،كذلك فهي تقوم بتوجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل،بالإضافة بأنها

(1) فليح حسن خلف،مرجع سبق ذكره، ص 49.

(2) طاهر حيدر جردان،مبادئ الاستثمار،دار المستقبل للنشر والطباعة،الأردن،1997، ص32.

تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية، وبالتالي فهي تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر. (1)

2-2- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية:

تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة والأسعار. وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع الميل أو هبوطه لدى المنتجين، وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر إلى الأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس الأموال للشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل النمو الاقتصادي بالزيادة. (2)

2-3- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة:

تتنوع هذه الفرص وتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبنية بتلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن للمستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها. (3)

2-4- أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي:

حيث أن عملات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهر من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية. (4)

2-5- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية:

وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي. (5)

2-6- أداة لتقويم الشركات والمشروعات:

حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة للشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها. (6)

2-7- أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة:

(1) رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، 1999، ص 48.

(2) حسام الدين احمد، وظائف البورصة، 24-04-2011، عن الموقع: www.ialamonline.net/arabic/economies

(3) المرجع نفسه.

(4) عبد النافع عبد الله الزراري وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2001، ص 13.

(5) المرجع نفسه.

(6) رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 48.

يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل الغير مباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، انطلاقاً من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.⁽¹⁾

2-8- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني:

حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.⁽²⁾

2-9- أداة جذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا:

عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.⁽³⁾

2-10- أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية:

للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.⁽⁴⁾

3- تنظيم وسير السوق المالية: سوف يختص هذا العنصر بدراسة النقاط التالية:

3-1- وصايا مراقبة السوق المالية:

من اجل حماية المدخرين وتفاديا لأي تجاوزات قد تحدث، فإن الدول قد تدخلت بشكل كبير مقلصة بذلك المبادئ الداعية إلى حرية العمل في مجال الأسواق المالية، و ثم فإنها قد أخضعتها إلى نصوص تشريعية وتنظيمية تسهر على تطبيقها هيئات مختصة.⁽⁵⁾

ومن ابرز هذه الهيئات المختصة ما يلي:⁽⁶⁾

3-1-1- لجنة الأوراق المالية و البورصة:

ظهرت إلى الوجود بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1933، وذلك على اثر الأزمة الشهيرة لسنة 1929 وفي البداية كان القصد من ورائها هو التحقق من معرفة أسباب ونتائج الأزمة والتي هبطت فيها قيمة الأسهم هبوطاً شديداً من \$386 إلى \$40، ثم توسعت بعد ذلك لتشمل مراقبة عمليات البورصة بصفة صارمة وإعلام الجمهور

(1) عبد النافع عبد الله الزراري وغازي توفيق فرح، مرجع سبق ذكره، ص 13.

(2) رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 48.

(3) عبد النافع عبد الله الرازي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

(4) رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 48.

(5) كاظم مراد، البورصة، المطبعة التجارية، بدون بلد نشر، الطبعة الثانية، 1967، ص 08.

(6) جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة: تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، بدون بلد نشر، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، 2002، ص ص 33-39.

بجميع المسائل المتعلقة بالسندات والأسهم المقبولة في قيد البورصة ومنح جميع المضاربات التي من شأنها التأثير على الأسعار بالارتفاع.

3-1-2- لجنة عمليات البورصة:

حيث ظهرت هذه اللجنة بفرنسا عام 1967 وتقوم بالإشراف على شؤون البورصة متخذة بذلك كل القرارات اللازمة الخاصة بالأنشطة المعمول بها.

3-1-3- لجنة الأوراق المالية والاستثمارات:

بمقتضى قانون صادر سنة 1986، فان الحكومة البريطانية قد منحت هذه اللجنة مهمة تنظيم ومراقبة جميع الاستثمارات في البورصة بانجلترا، وبموجب هذه القانون، فان غالبية صلاحيات الوزير المكلف بالمالية في هذا الصدد قد حولت إلى هذه اللجنة.

3-2- المتدخلون في السوق المالية:

يتدخل عدد كبير من الأعوان الاقتصاديين في السوق المالية، ونشير إلى أن للمتعاملين في هذه السوق عدة أهداف قد تكون مختلفة ومتباينة، ويجب التذكير بان عارضي رؤوس الأموال في السوق الأولية هم أنفسهم العارضون والطالبون في سوق التداول.

3-2-1- عارضو رؤوس الأموال:

وهم أولئك الذين يملكون فوائض سيولة ويردون تقديمه لطالبي رؤوس الأموال مقابل حصولهم على عوائد، وبشكل عام فان عارضي رؤوس الأموال في سوق الأوراق المالية هم: (1)

-العائلات: يتمثلون بصفة عامة في الخواص أو الأفراد.

-المستثمرون التأسيسيون: وهم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة وتقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية، ويعتبرون كذلك من اكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة، ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد:

-صناديق الضمان الاجتماعي.

-صناديق التقاعد.

-صناديق البطالة.

-شركات التأمين.

-صناديق الودائع والضمانات.

-هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية كا: شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت، شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير و نوادي الاستثمار.

(1) المرجع نفسه، ص ص 13-24.

-المتعاملون الآخرون: وأهمهم:

- الجمعيات ذات الطابع غير الربحي.
- المؤسسات والبنوك.

3-2-2- طالبوا رؤوس الأموال:

هم أولئك الذين لديهم عجز في السيولة لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم،ويمكن ذكر ابرز طالبي رؤوس الأموال في السوق الأولية من سوق الأوراق المالية كمايلي:(1)

-الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية-الدولة والهيئات التابعة لها-،وذلك من خلال بيع سنداتها مباشرة في سوق الأوراق المالية،وتتميز هذه الطريقة بالسهولة إضافة إلى أنها تتيح للدولة من بيع سنداتها في الغالب،كما أن الدولة لا تلجا إلى طرح كل السندات المصدرة دفعة واحدة للبيع بل على دفعات على نحو لا يزيد من عرضها بشكل كبير قد ينجم عنه انخفاض في قيمتها.

-مؤسسات القرض،و غالبا ما تتكون هذه المؤسسات من البنك المركزي والبنوك التجارية وذلك من خلال إصدار السندات حيث تقوم ببيعها بغية الحصول على السيولة اللازمة لتمويل خزيرتها.

-المؤسسات الخاصة والمختلطة،حيث تقوم هذه الشركات بطلب الزيادة في رأسمالها الدائم بإصدار سندات أو أسهم حسب أسلوب التمويل المقترح.

3-2-3- التقنيون-الوسطاء الماليون:-

يتم تنفيذ أوامر البيع وشراء الأوراق المالية وتحقيق التوافق بين عرض هذه الأوراق والطلب عليها عن طريق الوسطاء الماليين المعروفين كذلك باسم التقنيين،وهم الذين يلعبون دور الوساطة بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية حيث لا يمكن القيام بأي عملية إلا عن طريقهم،ذلك أنهم ينقلون أوامر زبائنهم إلى البورصة ويجرون العملية المطلوبة منهم.(2)

المطلب الثالث:الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أداة تمويل في سوق الأوراق المالية،وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا،ونجزها فيما يلي:

1-أدوات الملكية(الاسهم):**1-1- تعريف السهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم نختار منها ما يلي :**

(1) شمعون شمعون،البورصة:بورصة الجزائر،الأطلس للنشر،الجزائر،1999، ص 65.

(2) محسن احمد الخضير،كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة،إيتراك للنشر والتوزيع،مصر الطبعة الأولى،1999، ص ص 56،55.

-التعريف الأول: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، بطرق تجارية ، حيث تمثل مشاركة في رأسمال إحدى شركات الأموال عموما ، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.(1)

-التعريف الثاني: الأسهم تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين،والذي يضم مساهمتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة،وبالتالي فان كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون.(2)

1-2-2- قيم السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:(3)

1-2-1- القيمة الاسمية للسهم:

هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة،وهي عادة اقل من القيمة السوقية ، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال،وهي منصوص عليها في عقد التأسيس،ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

1-2-2- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية:

وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية،وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات،بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية،ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لحساب القيمة الدفترية.

القيمة الدفترية(*) = إجمالي حقوق المساهمين / عدد الأسهم.

1-2-3- القيمة السوقية:

هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية،الذي يخضع لظروف العرض والطلب،علما بان هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية،السياسية،الاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية،وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية،واختناقات الاقتصاد المحلي،...

1-3-أنواع الأسهم: يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم:

1-3-1-تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: وتصنف كما يلي:

-أسهم اسمية: هي أسهم تحمل اسم صاحبها،وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على مايلي:(4)

(1) مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله،الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية،المطبعة الحديثة بالقاهرة،مصر،الطبعة الأولى،1993، ص 169.

(2) هوشيار معروف كاكامولا،الاستثمار والأسواق المالية،دار الصفاء للنشر والتوزيع،عمان،الأردن،2003، ص92.

(3) محمد صالح الحناوي وآخرون،الاستثمار في الأوراق المالية،الدار الجامعية،الإسكندرية،2003، ص 191.

(*) تشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي في الشركة.

(4) حمزة محمود الزبيدي،الاستثمار في الأوراق المالية،مؤسسة الوراق،عمان،الطبعة الأولى،2001، ص 175.

- الاسم، اللقب، صناعة، وطن، جنسية المساهم، نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأسمالها ومركزها.

- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما اكتتب به.

- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

- **أسهم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم ، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها. (1)

- **أسهم لأمر:** للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير. (2)

1-3-2- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: وتصنف كما يلي: (3)

- **أسهم عينية:** هي التي تمثل حصة عينية من رأسمال شركات المساهمة العامة ، ولا يجوز لهذه الشركة تسليم الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

- **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

- **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقداً.

1-3-3- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وهي كما يلي:

- **الأسهم العادية:** هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة رسمية تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة وذلك لأسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولية الأدنى في طلب العوائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم

(1) محمود محمد داغر، الأسواق المالية-مؤسسات- أوراق بورصات-، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 103.

(2) شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 23.

(3) هوشيار معروف كاكمول، مرجع سبق ذكره، ص ص 92-94.

المتمازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.⁽¹⁾

-**الأسهم الممتازة:** هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية في عدة نقاط مهمة هي:⁽²⁾

-إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالاطافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة.

-إن العائد لا يتغير، فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.

-حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم .

-حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها التصفية قبل حملة الأسهم الممتازة ، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

-**أسهم التمتع:** هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة، تعويضا للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقا في التصويت أو الأرباح أو غير ذلك.⁽³⁾

2-السندات:

2-1- تعريف السند:

السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محددة، وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي:⁽⁴⁾

-القيمة الاسمية : وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.

-معدل الكوبون : حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

-اجل الاستحقاق : وهو استحقاق السند ، او التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبيا .

-الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة .

-السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية .

-الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض

(1) عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص ص 159-160.

(2) صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص 160.

(3) محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 1993، ص 411.

(4) عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، مرجع سبق ذكره، ص ص 161، 160.

السندي، حيث تحدد تعاقديا عند الإصدار.

2-2- أنواع السندات :

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية:

2-2-1- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: وتنقسم إلى: (1)

سندات عامة: هي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، الشركات، القطاع العام أو القطاع الخاص.

سندات خاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

2-2-2- أنواع السندات حسب طريقة السداد: وتنقسم إلى: (2)

سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

2-2-3- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها: وتنقسم إلى: (3)

سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

2-2-4- أنواع السندات حسب معدل العائد: وتنقسم إلى: (4)

سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السند يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

(1) مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الأول، الطبعة الثانية، 2003، ص ص 71، 72.

(2) احمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص ص 57-67.

(3) عبيد سعيد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 52.

(4) احمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 66، 67.

سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعديّة.

2-2-5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة: وتنقسم إلى: (1)

سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً.

2-2-6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة:

سندات مضمونة: من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم. (2)

سندات غير مضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحماية هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة. (3)

3- الفرق بين الأسهم والسندات:

الجدول رقم (1): مقارنة بين الأسهم والسندات.

السند	السهم
-------	-------

(1) عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، بدون سنة نشر، ص 15.

(2) محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سبق ذكره، ص 139.

(3) شعبان محمد إسلام البراوري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2002، ص 133.

<p>1- جزء من رأس المال للشركة .</p> <p>2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته.</p> <p>3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة .</p> <p>4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة .</p> <p>5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان .</p> <p>6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة .</p> <p>7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.</p> <p>8- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة .</p> <p>9- للمساهمين حق الاطلاع والحصول على معلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة .</p> <p>10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار</p>	<p>1- دين على الشركة .</p> <p>2- حامل السند دائن بقيمة السند .</p> <p>3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة .</p> <p>4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين : التغيير شكل قانوني، أو إدماج لشركة في أخرى .</p> <p>5- حامل السند يسترد رأس ماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل .</p> <p>6- حامل السند يكون له الأولوية، في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية .</p> <p>7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند .</p> <p>8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.</p> <p>9- حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور لاجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات</p> <p>10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية .</p>
--	---

المصدر: ضياء الدين مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 44، 45.

4- المشتقات والأوراق المهجنة:

4-1- المشتقات:

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن ابرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة⁽¹⁾.

4-2- أنواع المشتقات:

4-2-1- عقود الاختيار:

(1) احمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، بدون بلد نشر، 2003، ص 211.

هي ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما.

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس إلزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، و مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد(*) أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.(1)

4-2-2- العقود المستقبلية :

تعد من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه.(2)

4-3- الأوراق المهجنة:

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم بل مزجت بين خصائص وسمات كل منها، وعليه فإن للأوراق المهجنة بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات صفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.(3)

ونجد منها : الأسهم الممتازة، شهادات الاستثمار، الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي.

المبحث الثاني: شروط إنشاء سوق أوراق مالية فعال

إقامة سوق فعالة للأوراق المالية يتطلب مجموعة من المقومات التي تعتبر ركائز تقوم عليها أسواق الأوراق المالية وتتمكن بها السوق من ممارسة أنشطتها بفعالية وكفاءة .

المطلب الأول: توفير مناخ استثماري ملائم

1-تعريف المناخ الاستثماري :ويقصد به:(4)

مجموعة الظروف والسياسات الاقتصادية والسياسية و الاجتماعية والتشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون آخر، وهذا يعني انه يشمل مجمل الأوضاع والظروف السياسية، الاجتماعية والاقتصادية، ويأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما:

-عامل الثقة.

(1) محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص 332، 333.

(*) هو الشخص الذي يحرر عقد الاختيار او مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الاختيار.

(2) حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتمى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، ورشة عمل بشرم الشيخ، مصر، 06-10 مارس 2005، ص ص 55، 56.

(3) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص:ب

(4) عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص 391-394.

-عامل التنظيم.

فمن خلالهما يتكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه السوق، إن الوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة اقتصادية واضحة ومحددة المعالم، يفسح المجال لدور اكبر للقطاع الخاص في

إدارة عملية التنمية الاقتصادية وكذلك توافر التنظيمات الإدارية التي تتسم بالكفاءة والفعالية كل هذا يسهم في توفير متطلبات الاستثمار المحلي فضلا عن كونه عامل جذب الاستثمارات الأجنبية.

وأكدت الكثير من الدراسات الاقتصادية بيكارت وسيتن سنة 1995 ان عدم وجود بيئة اقتصادية مستقرة يرجع إلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي، ويعتبر مناخ الاستثمار محددًا من المحددات الرئيسية لجذب الشركات و المستثمرين لأي سوق مالي محلي أو دولي.

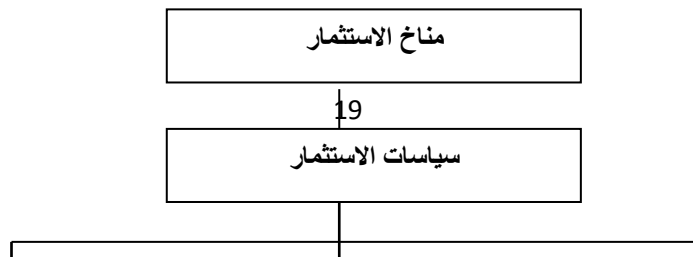
كما ينصرف مناخ الاستثمار إلى مجموعة سياسات الاستثمار، فهو الذي يعكس سياسات الاستثمار بالمعنى الواسع، حيث يتضمن مناخ الاستثمار كل السياسات و المؤشرات والأدوات التي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على القرارات الاستثمارية بما في ذلك السياسات الاقتصادية الكلية الأخرى، بالإضافة إلى الأنظمة الاقتصادية والبيئية والقانونية التي تؤثر على توجهات القرارات الاستثمارية في أي اقتصاد قومي.

وبالتالي فان المناخ الاستثماري ينطوي على مجموعة من المكونات والمقومات والأدوات والمؤشرات التي تشير في مجموعها إلى ما إذا كان هناك تشجيع جذب للاستثمار من عدمه، وهذه المكونات والمقومات تتفاعل مع بعضها البعض خلال مرحلة أو فترة معينة لتهيئة وتكوين بيئة مشجعة ومواتية .

2- مناخ الاستثمار وسياساته:

يمكن التعبير عن مناخ الاستثمار وسياساته من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1): مناخ الاستثمار وسياساته



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 391.

ويعتبر المحيط السياسي والاجتماعي في العوامل المهمة في استقرار الاقتصاد لأي دولة ومن ثم فان تهيئة مناخ استثمار جيد ضروري لاستقطاب الكثير من الاستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية، فالاستقرار السياسي يجذب رؤوس الأموال ويحد من هروبها والاستثمارات تهرب حين يكون الوضع الأمني والسياسي مضطرب، ويشكل المحيط السياسي أهم العوامل الضرورية لإنشاء البورصة، حيث يلعب دورا مهما في تنشيط تنمية المدخرات والاستثمارات بطريقة آلية وحررة خاصة في ظل اقتصاد السوق.

كما للمشاركة الاجتماعية دورا حاسما في تفعيل وتنشيط اقتصاد ما، وفي تحقيق التنمية الشاملة للمجتمع، فبدون المشاركة الاجتماعية لا يمكن أن تتحقق مخططات الدولة الاقتصادية والتنموية.⁽¹⁾

-المستوى التعليمي: في هذا المجال ينصب اهتمام الدول على وضع خطوط عامة طويلة الأجل لتأهيل أفراد المجتمع لاكتساب العلوم والخبرات الفنية، وتكوينها بصورة فعالة يسهل معها التعامل مع المستجدات و التطورات في عالم المعرفة والجانب الاقتصادي جزء في هذه المعارف.

(1) شندي جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأوراق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، مصر، 2002، ص 165.

وهكذا تتكون إطارات مؤهلة ذات خبرة وكفاءة فعالة للتعامل مع التشريعات المنظمة للسوق المالي ككل، وتنفيذ الإجراءات الخاصة بسوق الأوراق المالية، لان عدم وجود تلك الإطارات سيؤدي إلى أثار سلبية على أداء السوق وعدم تنشيطها مما ينعكس على النشاط الاقتصادي ككل.(1)

-الثقافة البورصية: التعامل في البورصة من طرف الجمهور ضروري ومهم لما يمثله من رافد مهم للاستثمارات في الأوراق المالية،ومن العوامل المهمة التي تسعى الدولة إلى تكريسها في ثقافة المجتمع عن طريق وسائل الإعلام المختلفة للتعريف بالبورصة واضهارها كمصدر مهم لتمويل التنمية الاقتصادية لجميع الأعوان الاقتصاديين من مؤسسات وأفراد،وتسعى لإيجاد مؤسسات وساطة مالية بهدف نشر المزيد من الوعي البورصي،كما تشجع الدولة للتعامل في البورصة عن طريق تخفيض الضرائب المقررة على العوائد الناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية وإلغاء رسوم التعامل في البورصة وتنشيطها وتشجيع صغار المدخرين على استثمار أموالهم فيها.(2)

-العامل الديني: لهذا العامل أهمية كبيرة في توجيه المدخرات وخاصة في المجتمعات الإسلامية التي تنظر إلى أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية على أنها محرمة شرعا،وبالتالي يكون الاستثمار فيها شبه محرما،ولكن يمكن فتح المجال للبنوك وبيوت المال الإسلامية لإصدار أوراق مالية تسمى شهادات

الإيداع الإسلامية وهي قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، وإصدار شهادات الاستثمار الإسلامية المخصصة لتمويل مشروع معين أو نشاط معين، والسماح للقيام بعمليات التأجير التمويلي وإنشاء صناديق الاستثمار.(3)

المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية على مستوى الاقتصاد الكلي لإنشاء سوق الأوراق المالية

يمكن حصر المتطلبات الأساسية لأسواق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الكلي من خلال العناصر التالية :

1-مستويات النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته:

تعتبر البنية التمويلية للمؤسسات أي المزج بين الوسطاء الماليين و سوق الأوراق المالية بتطور البلد، ويتضح هذا بمقارنة البنية التمويلية للبلدان في مستويات مختلفة من النمو، أو مقارنة نفس البلد في أزمنة مختلفة، فكلما انتقلنا من الدول ذات الدخل الضعيف إلى الدول ذات الدخل المرتفع نلاحظ أن دور المصارف التجارية والمؤسسات المالية غير المصرفية في تزايد بينما ينخفض دور المصرف المركزي، كما يلاحظ أن القروض الممنوحة للقطاع الخاص نسبة للنتائج المحلي الخام في الدول الغنية تكون أكبر مما هو عليه في الدول الفقيرة، فنسبة النظام المالي ككل وسوق الأوراق المالية للنتائج المحلي الخام تكون أكبر بالدول الغنية، إذ تعتمد الدول في المراحل الأولى من تطورها أساسا في التمويل على المصارف التجارية، ثم بتزايد النمو تلجا شيئا فشيئا للوسطاء الماليين المختصين وأسواق الأسهم التي تبدأ بالنمو والازدهار لكن قد تكون الدول في نفس المستوى في النمو لكنها تختلف في بنيتها التمويلية بالرغم من اعتبار أن تطور سوق الأوراق المالية ميزة

(1) المرجع نفسه، ص 165.

(2) المرجع نفسه، ص 165.

(3) المرجع نفسه، ص 165.

مشتركة للتطور المالي و الاقتصادي فان الكثير من المحللين يرون أن هذه السوق في الدول النامية ما هو إلا مكان تأثيره الايجابي في النمو الاقتصادي ضعيف بينما أثاره السلبية المكبوتة كبيرة.

ويرى محللون آخرون انه طالما أن لجوء الشركات إلى التمويل عن طريق إصدار الأسهم ضعيف، فسوق الأوراق المالية غير مهم في النمو الاقتصادي، وقد لاحظ مايير عام 1988 بان حتى الأسواق الكبيرة لاتمثل مصادر هامة لتمويل الشركات.⁽¹⁾

كما أن تحقيق معدلات نمو اقتصادية متزايدة قابلة للاستثمار يتطلب إزالة العوائق التي تواجه عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي.

وفي هذا السياق فان تحديد عوامل النمو الاقتصادي وطرق تفاعل تلك العوامل يساعد واضعي السياسة الاقتصادية على تفهم عملية النمو الاقتصادي والتأثير على نتائجها، وبمعنى آخر يمكن لواضعي السياسات الاقتصادية اختيار سياسات مناسبة وترسيخ وتطوير عملية النمو بعد التعرف على العوامل المؤثرة على تلك العملية، الأمر الذي يعكس أهمية بناء النماذج الاقتصادية لتوضيح عملية النمو الاقتصادي.

واستمر الاقتصاديون منذ زمن بعيد في اعتبار القطاع المالي المصرفي كأحد العوامل الرئيسية في عملية التنمية وذلك نظرا لدوره في التعرف على المشروعات الإنتاجية الناجحة وتمويلها.

ويلاحظ خلال السنوات القليلة الماضية تزايد الاهتمام بدور أسواق المال كعامل رئيسي في التنمية وذلك من خلال النموذج الاقتصادي القياسي، النظرية التي تم اقتراحها واستخدامها في هذا السياق.

ويؤيد العديد من تلك النماذج الدور الفعال لأسواق الأوراق المالية في التأثير على النمو الاقتصادي، ويلاحظ في هذا السياق انه قد تم اختيار آثار عدد من مؤشرات الأسواق المالية باستخدام نماذج الانحدار متعدد المتغيرات، إذ تشير إلى عدد من النتائج الأساسية منها أسواق الأوراق المالية تؤثر على النمو الاقتصادي، وأن لدرجة سيولة الأسواق المالية تأثير كبير على النمو، مقارنة بأثر حجم تلك الأسواق، وأن لكل من أسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي آثار مستقلة على النمو بمعنى أنهما يكملان ولا يستبدلان بعضهما البعض، كما يشير بعض الباحثين إلى الآثار الايجابية لمستوى سيولة السوق ودرجة تكبدها على النمو الاقتصادي، في الوقت الذي يعتقد البعض الآخر أن الارتفاع الشديد في سيولة أسواق الأوراق المالية والتذبذب العالي فيها يعوقان الاستثمارات وبالتالي يؤثران سلبا على النمو ومنه تبرز أهمية إنشاء سوق

للأوراق المالية التي تعمل على تعبئة الموارد المالية وتنمية المدخرات ومن ثم تخصيصها للأنشطة الاستثمارية المختلفة، على النحو الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمار وبالتالي زيادة مستوى التشغيل وتخفيض البطالة وزيادة الدخل القومي ومن ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي.⁽¹⁾

(1) سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، صص 75، 74.

ويتحقق النمو الاقتصادي من خلال عونين اقتصاديين هما: (2)

-**القطاع العام:** هو القطاع المملوك للدولة كلياً أو جزئياً وتشرف على إدارته وتسييره الدولة، حيث تضع له السياسات و الخطط لتحقيق أهداف التنمية، وهنا يمكن لأسواق الأوراق المالية المساهمة في تحويل القطاع العام إلى القطاع الخاص تماشياً مع أهداف الدولة للدخول إلى اقتصاد السوق، وتتخلى تدريجياً عن دور الدولة التقليدي في تسيير الاقتصاد.

-**القطاع الخاص:** يمكن للقطاع الخاص قيادة التنمية الاقتصادية، وزيادة حجم الاستثمار والتوظيف كما يساهم القطاع الخاص في إنشاء سوق الأوراق المالية وتنشيطها عن طريق إدراج مؤسساتهم في قوائم هذه السوق، وإصدار أوراق مالية متنوعة تساهم في زيادة فعالية التدويل بما تجمعه من مدخرات، وتوجيهها نحو الاستثمارات التي بدورها تساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

2- الادخار:

2-1-**تعريف الادخار وأنواعه:** قبل التطرق إلى مختلف أنواع الادخار يتم التطرق إلى تعريفه:

2-1-1-**تعريف الادخار:** يعرف الادخار كما يلي: (3)

-**التعريف الأول:** ذلك الجزء من الدخل أو الناتج الجاري الذي لم يستخدم في الاستهلاك الجاري خلال فترة ما، وإنما تم توجيهه لبناء الطاقات الإنتاجية التي تعمل على زيادة هذا الدخل أو الحفاظ على مستواه المحقق فعلاً.

-**التعريف الثاني:** انه ناتج النشاط الاقتصادي الذي لا يستهلك، بل يوجه بطريقة تجعل له في المستقبل قدرة اكبر على إشباع الحاجات.

2-1-2-**أنواع الادخار:** يمكن التمييز بين أنواع الادخار التالية: (4)

الادخار المحلي والادخار القومي تتطلب التفرقة بين مفهومين المحلي والقومي فيها يتعلق بالادخار وغيره من المتغيرات الاقتصادية الكلية كالدخل و الناتج و الاستثمار، إذ نميز بين النشاط الاقتصادي من إنتاج أو استهلاك أو ادخار أو استثمار أو تبادل الذي يتم داخل الحدود الجغرافية لدولة ما وذلك الذي يتم خارج حدودها.

فالادخار المحلي في العادة يحدث في معظم النشاط الاقتصادي داخل حدود الدولة، وفي هذه الحالة فان ما ينتج عن هذا النشاط يأخذ صفة المحلية، ومن ثم يطلق عليه الادخار المحلي أو الاستثمار المحلي أو الناتج المحلي.

أما الادخار القومي هو عبارة عن الادخار المحلي المتولد من جانب أطراف النشاط الاقتصادي داخل حدود الدولة، بالإضافة إلى جزء يتكون في الخارج وهو صافي المعاملات الخارجية ويقصد به الفرق بين الصادرات و الواردات من السلع والخدمات للدولة المعنية، وصافي المعاملات هذا قد يكون موجبا أو سالبا، فإذا كان موجبا

(1) خليفة علي ضو، أداء السوق المالي وقطاع البنوك والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، ندوة بعنوان القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة، بتاريخ 02-03 افريل 2000، ابوظبي، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي بتعاون مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، ص ص 81، 82.

(2) المرجع نفسه، ص 82.

(3) محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار في مصر، مطبعة زهراء الشرق، بدون بلد نشر، 1997، ص 01.

(4) المرجع نفسه، ص 12.

فان ذلك يعني اقتصاد الدولة المعنية على حقوق اتجاه العالم الخارجي بقيمة هذه الزيادة، وقد تتخذ هذه الحقوق شكل أصول مالية مثلا للعمليات الأجنبية و الأوراق المالية أو شكل أصول إنتاجية ثابتة تدر عائدا سنويا، وفي هذه الحالة إضافة الادخار المحلي تزيد قدرة الدولة على تكوين رأس المال ويكون الادخار القومي اكبر من الادخار المحلي، وعليه يكون الادخار القومي اقل من الادخار المحلي في حالة ما إذا كان صافي المعاملات الخارجية سالبا، أي وجود عجز في معاملات الدولة مع الخارج.

2-2- أهمية الادخار:

لقد اهتم الفكر الاقتصادي بالادخار نظرا لأهميته في المساهمة في النمو الاقتصادي ،حيث يعتبر حلقة الربط بين الاستثمار والاستهلاك وتتجلى أهمية الادخار فيما يلي:(1)

2-2-1- عند التقليديين:

لقد اهتم التقليديين بالنمو الاقتصادي وأسباب زيادة ثروة الأمم، لذلك اعطوا أهمية بالغة للتراكم الرأسمالي، أي تكوين الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار، ومن ثم أطلق عليه نظرية التراكم حيث رأى ادم سميث التراكم الرأسمالي على انه دافع لتقسيم العمل وتطبيق تقنيات الإنتاج الحديثة لزيادة الدخل من اجل توسيع السوق لزيادة الاستثمار الناتج لذلك أعطى التقليديون وخاصة ريكاردو أهمية خاصة للأرباح، إذ اعتبر أن طبقة الرأسماليين هي التي تدخر وتقوم بالتراكم الرأسمالي، كما وجد ريكاردو في زيادة الأجور قيودا على عملية التراكم لذلك نادى بفكرة اجر الكفاف، بحيث لا تتعدى أجور العمال المستوى اللازم للمحافظة على حياتهم واستمرارهم في الإنتاج، في نظر التقليديين المشكلة لم تكن في زيادة الطلب وإنما في زيادة الادخار بالتالي زيادة التراكم الرأسمالي الذي يؤدي بدوره إلى زيادة الإنتاج.

2-2-2- عند الكنزيين:

برزت أهمية الادخار في العديد من نماذج النمو الاقتصادي من خلال الاهتمام بالبحث عن العوامل التي تؤدي إلى استمرار وزيادة معدل نمو الدخل القومي من بين النماذج نذكر ثلاث منها:

نموذج هارود-دومار: اهتم أصحاب هذا النموذج بتباين أهمية التراكم الرأسمالي والعوامل التي تحدده، وإيجاد العلاقة بين معدل النمو الاقتصادي ومعدل الادخار وقد توصلوا إلى معادلة يستند إليها العديد من الاقتصاديين في إيضاح القانون الجديد لنمو الاقتصاد و المعادلة تأخذ الصيغة التالية:

$$Y = X / E$$

حيث أن: **Y:** معدل نمو دخل الفرد. **E:** معدل رأس المال الناتج.

ح: معدل الادخار. **ن:** معدل النمو السكاني.

ويتميز هذا النموذج:

- إهمال الهيكل المتباطئ للاقتصاد.

(1) المرجع نفسه ، ص ص 26، 27.

- ثبات معامل رأس المال إلى الناتج أي ثبات معدل الفائدة الحقيقية في الأجل الطويل إضافة إلى حياد مستوى الفني للإنتاج.

- ادخار يشكل نسبة ثابتة في الدخل القومي الحقيقي.
ويتطلب التوازن في نموذج "هارود-دومار" ما يلي:

- تساوي الادخار المتوقع مع الاستثمار المتوقع في كل لحظة من الزمن.

- أن يكون رأس المال الثابت في الاقتصاد مستغلا استغلالا كاملا.

يتضح مما سبق أن النموذج يعطي أهمية كبيرة لمعدل الادخار كمحدد للنمو الاقتصادي، وذلك لافتراضه ثبات معامل رأس المال خاصة في الفترة القصيرة، مما يجعل النموذج أحادي العنصر، ولم يتوقف الانتقاد إلى هذا الحد فبالإضافة إلى ذلك فهو يفترض ثبات المعاملات الفنية للإنتاج، وإهماله لعوامل أخرى تؤثر في النمو الاقتصادي أي كفاءة عنصر العمل، توافر الموارد الطبيعية... الخ

- **نموذج لويس:** ينطبق نموذج لويس على الدول ذات فائض العمالة، ومن ثمة فهو ينطبق على معظم الدول النامية، وقد أعطى لويس للادخار دورا حاسما في عملية النمو الاقتصادي، إذ اعتبر انخفاض الميل الحدي للادخار كعقبة أمام تحقيق مزيد من الاستثمار في الدول الأقل تقدما، وفي اعتقاد لويس أن الادخار في الدول المتخلفة تقوم به وحدات اقتصادية تكون الأرباح مصدر دخلها، ويرجع السبب في انخفاض الادخار بهذه الدول إلى كون القطاع الرأسمالي العام أو الخاص صغير الحجم، كما يقيم لويس العلاقة بين معدل الادخار وبين مستوى التنمية مقاسة بمتوسط دخل الفرد، إذ في الدول المتخلفة يتزايد معدل الادخار مع نمو متوسط دخل الفرد، أما في الدول الأكثر تقدما فإن هناك مبررا ضعيفا لتوقع العلاقة الموجبة بين معدل الادخار ومتوسط دخل الفرد

- **نموذج الذهبي لنمو فيليبس:** قدم فليبس هذا النموذج في الستينيات لبحث العلاقة المثلى بين الاستهلاك والتراكم الرأسمالي، نظرا لما تمثله هذه العلاقة من أهمية لزيادة الدخل القومي، ويتم البدء من حقيقة وجود معادلة صعبة تتمثل في أن الدخل القومي يستخدم لغرض الاستهلاك والتراكم أي الادخار، في حين تؤدي زيادة التراكم إلى تخفيض إمكانيات الاستهلاك الحالي، فإن زيادة الاستهلاك تؤدي إلى تخفيض إمكانية الاستهلاك في المستقبل.

كما أن زيادة الادخار تكون على حساب الاستهلاك الجاري، إذ يبدأ سريان قانون الغلة المتناقصة في المرحلة الموالية بما يعني أن زيادة الرأسمال اللازمة لأحداث زيادة في الدخل قد تكون أكبر من الزيادة في دخل الفرد، مما لا يترك مجالا لزيادة الاستهلاك الفردي، ولذلك فإن لم يرتفع معدل النمو الطبيعي فإن الاقتصاد ربما يستثمر نسبة كبيرة من دخله.

وباقتراض معدله الطبيعي للنمو، فإن مستوى الاستثمار اللازم لتعظيم الاستهلاك الفردي خلال مسار النمو ثابت يكون مساويا لمستوى الأرباح في الاقتصاد القومي، مما يعني أن على طول مسار النمو يكون معدله العائد على رأس المال في اقتصاد تسوده المنافسة مساويا لمعدل النمو الطبيعي، وأي مستوى آخر من الاستثمار سيؤدي إلى تحقيق مستوى استهلاك أقل خلال المسار التوازني للنمو.

يتفق النموذج الذهبي للنمو مع النموذج هارود-دومار في الاعتماد على فكرة النمو المتوازن لدى الكثيرين من المحدثين، وعلى فرض حياد التقدم الفني.

أما الاختلاف بين النموذجين يكمن في:

- اعتماد النموذج على مرونة أسعار عناصر الإنتاج وليس ثباتها.
- اعتماد النموذج على وجود دالة استثمار مستقلة، بمعنى أن النموذج يهمل أثر توقعات المنظمين عن المستقبل على الاستثمار والدخل.
- قيام النموذج على فكرة دوال الإنتاج التي تعتمد على العمل والرأس مال، مع افتراض معدل التراكم تابع لمعامل رأس المال ومعدل نموذج حجم وإنتاجية عنصر العمل.

2-3- محددات الادخار:

تتجلى هذه المحددات في العوامل الاقتصادية وعوامل غير اقتصادية، فالعوامل الاقتصادية تتمثل في مستوى الدخل وهيكل توزيعه وكذا سعر الفائدة، التي يتم التطرق إليها في النقطة الموالية، أما العوامل غير اقتصادية فهي: (1)

2-3-1- عدم الاستقرار السياسي:

إن عدم الاستقرار السياسي الناتج عند تغير الحكومات في فترات وجيزة، الاغتيالات السياسية، الحروب الأهلية تؤثر على توقعات الدخل، الأسعار، النشاط الاقتصادي، وبالتالي زيادة درجة المخاطرة، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض الادخار.

2-3-2- العوامل الدينية:

هناك من الآيات الدينية الكريمة التي تخضع إلى الاعتدال في الإنفاق، وعدم الإسراف، والتوسط في الاستهلاك، وعدم التفاخر في الاتفاق، والبعد عند التبذير، حتى يستطيع الإنسان أن يعيش بقية عمره في أمان بعيدا عن الفقر، وهذا لا يعني أن يبخل الإنسان على نفسه وأهله وأسرته وعشيرته، إذ يقول الله تعالى "ولا تجعل يدك مغلولة إلى عنقك، ولا تبسطها كل البسط فتقعد ملوما محسورا" (2).

إلا أنه هناك مشكلة تعيق العملية الادخارية ألا وهي الربا، إذ تعتبر هذه الأخيرة قضية من القضايا التي تمثل اختناقات في تمويل التنمية الاقتصادية، وذلك لأن الأفراد في مجتمعاتنا لا يؤمنون بمشروعية فوائد الإيداع باعتبار أنها الربا المحرم.

2-3-3- العوامل النفسية: الادخار كضرورة نفسية تساعد الإنسان على التحرر من الخوف والقلق، وتساعده على البحث عن الاستقرار والشعور بالأمن والأمان والاطمئنان على المستقبل، وبالقطع فإن الإنسان الذي ينمو لديه مثل هذه الأحاسيس، وتتأصل في نفسه ويصبح قادرا على العطاء غير متوترا وآمن ومستقر وطموح (3).

3- مستوى الدخل وهيكل توزيعه:

(1) محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار في مصر، مطبعة زهراء الشرق، بدون بلد نشر، 1997، ص 49.

(2) سورة الإسراء الآية 29.

(3) محمد يسري إبراهيم دعبس، مرجع سبق ذكره، ص 50.

يعتبر الدخل من أهم العوامل المحددة للاذخار، باعتباره ذلك الجزء من الدخل المتاح الذي لم يستهلك⁽¹⁾، وعليه فإن الشخص صاحب الدخل المرتفع يكون بمقدوره الادخار أكثر من ذوي الدخل الضعيفة، وهو ما يدل على أن مداخل الأشخاص وتغيراتها محدد أساسي للاذخار، وهو ما تم إثباته من خلال البحوث التي تناولت الدخل بالدراسة، والتي تمكنت من تقديم تفسير مهم حول خصوصيات الادخار، وقد أحدثت بذلك ثورة كبيرة في الفكر الاقتصادي.

ويمكن اعتبار أن مستوى الدخل الكلي المتاح من أهم العوامل المحددة لمستوى الإنفاق الاستهلاكي الكلي، وبالتالي لمستوى الادخار الكلي، ومع ذلك يتوقف مستوى الإنفاق الاستهلاكي عند أي مستوى للدخل المتاح على نمط توزيع

هذا الدخل بين الطبقات، وبصفة عامة أن تحقيق المزيد من المساواة في توزيع الدخل قد يؤدي إلى زيادة نسبة ما يوجه للاستهلاك وبالتالي تقليل ما يوجه للاذخار.⁽²⁾

4- سعر الفائدة: تعريفه والنظريات المحددة له في السوق

قبل التطرق إلى العناصر المحددة لسعر الفائدة يتم تعريف الفائدة:

4-1- تعريف الفائدة:

-**التعريف الأول:** يقصد بالفائدة في المعنى الجاري المبلغ الذي يدفعه المقترض إلى المقرض لقاء قيام هذا الأخير بإقراضه مبلغاً من النقود لفترة زمنية محددة، وهذا المبلغ ينسب إلى أصل مبلغ القرض بنسبة مئوية معينة، فالقاعدة بعبارة أخرى هي ثمن أو مقابل استخدام النقود.⁽³⁾

-**التعريف الثاني:** يعرف سعر الفائدة على أنه أجر المال المقترض، أو ثمن استخدام الأموال أو العائد على رأس المال المستثمر، ويقال أيضاً أن سعر الفائدة هو عائد الزمن عند اقتراض الأموال مقابل تفضيل السيولة.⁽⁴⁾

-**التعريف الثالث:** يعرف سعر الفائدة على أنه أجر النقود يلتزم المقترض بدفعه إلى المقرض مقابل التنازل مؤقتاً له عن السيولة.⁽⁵⁾

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سعر الفائدة هو ذلك المبلغ من المال الذي يتحصل عليه المقرض من المقترض لقاء التنازل عن مبلغ من المال لفترة زمنية معينة.

4-2 النظريات المحددة لسعر الفائدة في السوق:

تجدر الإشارة إلى أنه في تفسير كيفية تحديد سعر الفائدة نظريتان في الفكر الاقتصادي:⁽⁶⁾

(1) رفعت المحجوب، المالية العامة: النفقات العامة والإيرادات العامة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1975، ص 369.

(2) محمد براق، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999، ص 31.

(3) الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 66.

(4) عادل احمد حشيش وزينب عوض، مبادئ علم الاقتصاد، دار الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 568.

(5) المرجع نفسه، ص 67.

(6) المرجع نفسه، ص 570.

4-2-1- النظرية التقليدية: يتحدد سعر الفائدة في السوق بتلاقي العرض والطلب على الأموال القابلة للإقراض، ويتكون عرض الأموال القابلة للإقراض والطلب عليها.

وقبل أن نفسر منطق هذه النظرية نوضح مصادر عرض الأموال القابلة للإقراض ومصادر الطلب عليها من خلال الملخص التالي:

ملخص لمصادر الطلب والعرض على الأموال القابلة للإقراض

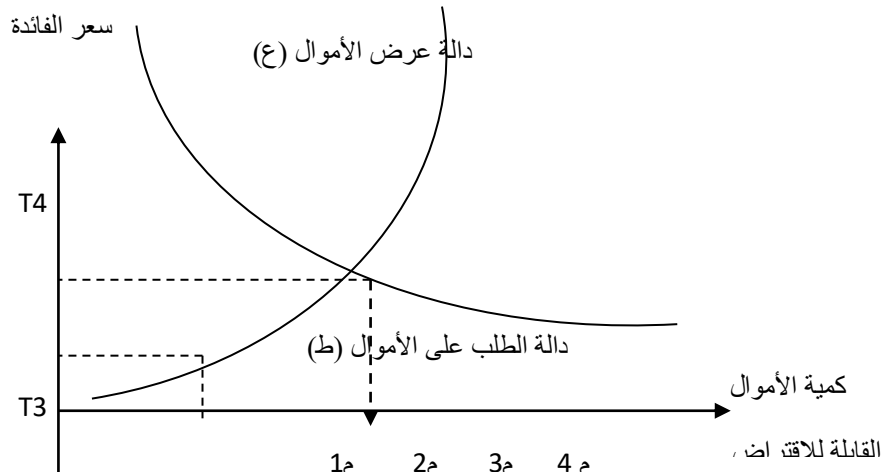
مصادر الطلب على الأموال	مصادر عرض الأموال
<p>- طلب الأفراد على الأموال من أجل الإنفاق على السلع الاستهلاكية أو السلع الاستثمارية.</p> <p>- معدل الفائدة</p> <p>نلاحظ أنه علاقة المقترضة الأموال</p> <p>بين معدل الفائدة والأموال المقترضة، أي كلما انخفض معدل الفائدة كلما ارتفعت الأموال المقترضة والعكس صحيح.</p> <p>- طلب المشروعات على الأموال لاستخدامها في مشاريع جديدة أو توسيع المشاريع القديمة أو لسد حاجياتها، ويكون الطلب على الأموال إذا كانت الأرباح المتوقعة تفوق تكلفة الحصول على رأس المال أي سعر الفائدة.</p> <p>- طلب الحكومة على الأموال لتمويل المشاريع المختلفة عن طريق القروض الداخلية أو الخارجية في حالة أن تحصيلات من الضرائب المباشرة وغير المباشرة غير كافية لتمويل المشاريع المختلفة.</p>	<p>- عرض النقود يأتي عن طريق ادخار الأفراد وتتم بواسطة الوساطة للمؤسسات المالية بين أصحاب الفوائض من الأموال وبين المحتاجين لتمويل احتياجاتهم.</p> <p>- عرض النقود عن طريق الإصدار النقدي وآلياته.</p> <p>- عرض النقود عن طريق تخفيض نسبة الاحتياط القانوني.</p>

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على كتاب مبادئ علم الاقتصاد لعادل احمد عشيح وزينب عوض ص570.

حسب منطق هذه النظرية، فإن سعر الفائدة يتحدد وفق تلاقي عارضي وطالبي الأموال على النحو التالي: (1)

(1) ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي: المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000، ص 145.

الشكل رقم(02): تحديد سعر الفائدة في السوق وفقاً للنظرية التقليدية



ففي هذا الشكل تتحدد الكمية المطلوبة من الأموال القابلة للاقتراض، والكمية التي يمكن أن تعرض منها، بالنقطة التي يتلاقى فيها منحنى الطلب مع منحنى العرض (3م، ع)، (3م، ط).

2-2-4 النظرية الحديثة:

ترى أن النظرية التقليدية منتقدة في الأساس الذي تقوم عليه، وترى أن سعر الفائدة ليس بالعامل الحاسم الذي يحدد عرض هذه الأموال القابلة للاقتراض المستمدة من الأوعية الادخارية القائمة.

فالعامل الذي يحكم عرض هذه الأموال يحدده مقدار الدخل القومي أساساً، وأن دور سعر الفائدة ينحصر في تحديد القدر من ذلك الادخار الذي يخصصه الأفراد للاحتفاظ في شكل سائل كالنقود، والقدر الذي يقدر على الاحتفاظ به في شكل غير سائل كالسندات مثلاً، فسعر الفائدة إذا في نظر أصحاب النظرية الحالية هو المكافأة التي يحصل عليها الأفراد الذين يقومون بالادخار بالتنازل عن مزايا السيولة التي تتحقق عند احتفاظهم بادخاراتهم في شكل نقود.

وتتلخص هذه المزايا والتي تزيد من طلب على النقود والأصول السائلة بصفة عامة فيما يلي:

- تيسير المعاملات الجارية ويسمى الطلب الذي ينشأ على النقود بسبب المعاملات الطلب الناشئ عند دفع التعامل.

- مواجهة الحاجات الطارئة غير المتوقعة، ويسمى الطلب الذي ينشأ على النقود لمواجهة تلك الحاجات بالطلب الناشئ من دافع الاحتياط.

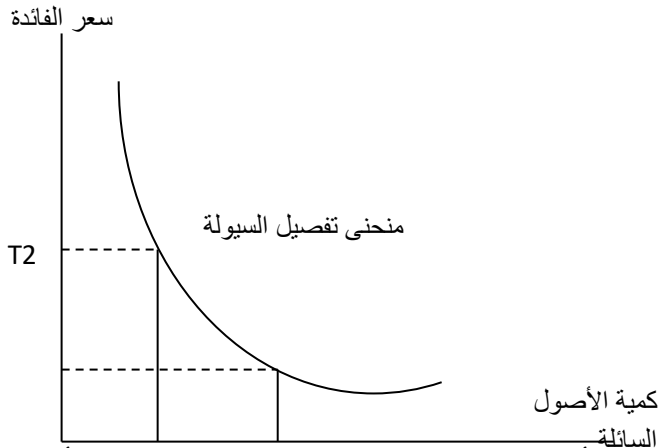
- الاستفادة من فروق الأثمان التي يحتمل أن تطرأ في المستقبل بالنسبة للسلع والخدمات عموماً ويسمى الطلب على النقود في هذه الحالة بالطلب الناشئ عن دافع المضاربة.

وواضح في المزايا المتقدمة الاحتفاظ بالمدخرات في شكل سائل، ما يدفع الأفراد إلى طلب النقود كأصل، للاحتفاظ بمدخراتهم، على أنه يقابل تلك المزايا مما يضطر الفرد إلى التضحية به من فائدة في سبيل احتفاظه بأمواله المدخرة في حالة سيولة.

وعلى ذلك كلما ارتفع سعر الفائدة في السوق كلما زادت التضحية التي يقوم بها الفرد، وبالتالي كلما قل طلبه على النقود لهذا القرض، والعكس كلما قل سعر الفائدة في السوق كلما زاد طلب الأفراد، لأن الاحتفاظ بها كأصل

سائل له ما يبرره، ويمكن تمثيل العلاقة بين الطلب على النقود وسعر الفائدة، بمنحنى يبين الكميات المختلفة من النقود التي تطلب عند كل سعر فائدة معينة تفترضه في السوق.⁽¹⁾

الشكل رقم (03): سعر الفائدة في السوق وفق النظرية الحديثة



نلاحظ أن المنحنى ينحدر من الأعلى إلى الأسفل وإلى اليمين، كما هي موضح في الشكل أعلاه معبرا عن زيادة الكمية من النقود التي تطلب كلما انخفض سعر الفائدة والعكس صحيح، وسمي المنحنى الحالي في إصلاح

الاقتصاديين الحديثين بمنحنى تفضيل السيولة، ويقابل المنحنى المذكور منحنى عرض النقود في ظل أسعار الفائدة المختلفة.

فإذا كانت كمية النقود المذكورة حساسة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة، بمعنى أنه كلما زاد سعر الفائدة زادت كمية النقود التي تعرض في السوق، كان منحنى عرض النقود في السوق أكثر مرونة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة أي أنه يرتفع من الأسفل إلى الأعلى وإلى اليمين.

على أن الفرضية الأكثر احتمالا بالنسبة لتغيرات كمية النقود التي تعرض في السوق، أنها ليست حساسة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة، وإنما تتحدد بناء على عوامل أخرى نذكر منها:

- الطلب على النقود: لا يتأثر بسعر الفائدة فقط، ولكن يتأثر بعوامل أخرى مثل حالة النشاط الاقتصادي كساد أو رواج وبالأرباح المتوقعة.

- تقوم السلطات النقدية في الدولة بالتأثير على الطلب والعرض من النقود، وذلك باعتبار أن الدولة تقوم باقتراض كميات كبيرة من النقود من أجل تمويل مشاريعها الضخمة، وبالمقابل تستطيع عرض النقود عن طريق الإصدار النقدي.

- في الكثير من الأحيان عند زيادة الطلب على النقود، فإن سعر الفائدة لا يرتفع، فتقوم المؤسسات المالية الوسطية إلى تقييد عمليات الإقراض، ووضع شروط أصعب لمنح قروض وذلك بدلا من الاتجاه لرفع الفائدة.⁽¹⁾

(1) حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، بدون بلد نشر، العدد 27، مارس 2004، ص ص 08، 09.

4-3- العناصر المحددة لسعر الفائدة:

تتوقف سعر الفائدة على العناصر الآتية: (2)

4-3-1- معدل الفائدة الخالي من المخاطرة:

ويرمز له بالرمز T_0 وهو سعر الفائدة الصافي أو معدل سعر الفائدة المتوقع، إذا لم يكن هناك تضخم مثل أسعار الفائدة في الأجل القصير (أذونات الخزانة).

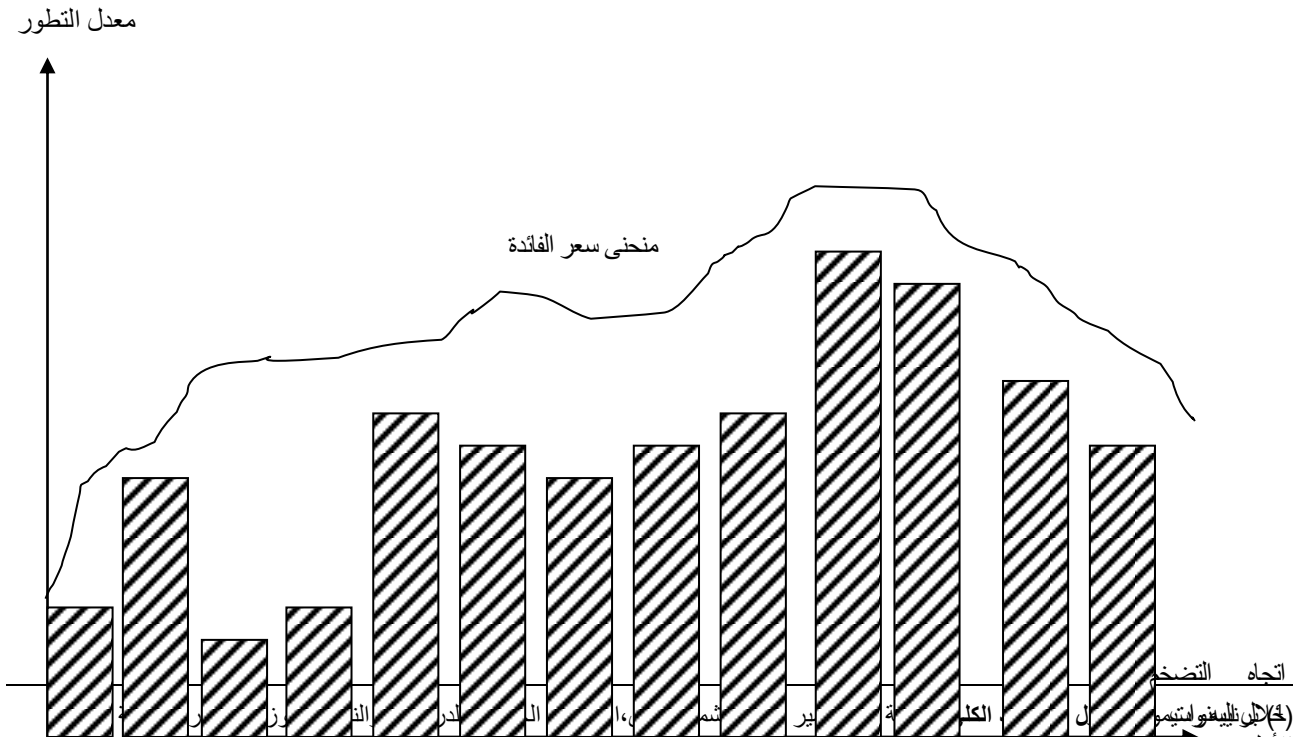
4-3-2- معدل التضخم:

ويرمز له بالرمز T_1 يمثل التضخم النقدي أحد المشاكل الاقتصادية التي تهز الاقتصاد الكلي، وتحدث فيه اختلالات سلبية، ويرجع التضخم في جوهره إلى اضطرابات قوى الإنتاج، وعدم كفايتها في الوفاء بحاجات الأفراد المتزايدة، وهناك من يعرف التضخم بأنه ينشأ نتيجة عدم التوازن بين الإنتاج، الاستهلاك، الادخار والاستثمار.

ونتيجة لضعف الطاقات الإنتاجية في الاقتصاد القومي، ويترتب عن هذه الاختلالات ارتفاع متواصل في أسعار السلع والخدمات، مما يؤدي إلى ارتفاع الأجور وعناصر عوامل الإنتاج الأخرى... الخ. (3)

والنتيجة المستخلصة من التضخم، أنه كلما ارتفع معدل التضخم ارتفع سعر الفائدة ويمكن توضيح هذه العلاقة بواسطة الشكل التالي:

شكل رقم (04): العلاقة بين سعر الفائدة والتضخم في الأجل الطويل



(2) محمد سويلم، الإدارة المالية في قطاع الأعمال، مطبعة النيل، مصر، بدون سنة النشر، ص 401.

(3) حازم النبي، الاقتصاد الكلي، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص 243.

المصدر: محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، ص: 402.

4-3-3-3 مخاطر الإفلاس:

ويرمز له بالرمز T_2 تعني بها المخاطر التي تنتج عن إفلاس المقترضين ومن عدم قيامهم بسداد القرض والفوائد وهذا يؤثر على سعر الفائدة.

4-3-3-4 مخاطر السيولة:

ويرمز لها بالرمز T_3 إن الزيادة في قيمة الأصل مما يمكننا من بيعه بنفس قيمته تقريبا، وكذلك التحول إلى نقدية في فترة وجيزة، ونشاط الأسواق التي تزودنا بالسيولة، كلها عوامل تؤثر على سعر الفائدة، وعدم القدرة على تحويل الأوراق المالية إلى النقدية بسهولة يعني وجود نوع من المخاطر ومنه معدل الفائدة T يصبح:

$$T = T^* + T_0 + T_1 + T_2 + T_3$$

حيث T^* تمثل هامش الربح.

مما سبق ذكره نستنتج أن سعر الفائدة من العناصر المؤثرة والمتأثرة بالاستثمار، وأن قرار العائد المستقبلي هو مقابل المخاطرة، لذا فإن العائد المنتظر من الاستثمار يجب على الأقل أن يساوي مبلغ الاستهلاك المضحي به وبالتحليل الكينزي لمعدل الفاعلية الحدية لرأس المال يعادل سعر الفائدة، وهو لا يتعدى عند فيشر الذي يفسر أن الاستثمار ديناميكيا مادام العائد الحدي على رأس المال أكبر من التكلفة الحدية لرأس المال، وبما أن سعر الفائدة مرتبط بالعائد المستقبلي وهذا الأخير مرتبط بالمخاطرة.

المطلب الثالث: شركات المساهمة والجهاز المصرفي ودورهم في إنشاء سوق الأوراق المالية

لا يمكن تصور إقامة سوق لأوراق المالية دون توفر شركات مساهمة تطرح رأسمالها للاكتتاب، وجهاز مصرفي يعمل على تنظيم عمليات الاكتتاب في سوق الإصدار خاصة.

1- كثرة شركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية وتوفر المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى:

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة، إضافة إلى وجود أدوات مالية كثيرة ومتنوعة، ذات آجال مختلفة، ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر، وانخفاض المخاطر، تخري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها مما يساعد على اتساع رقعة السوق.⁽¹⁾

أما بالنسبة لتوفر مؤسسات مالية وسطية أخرى، من سماسرة الأوراق المالية وتجار الأوراق المالية وبنوك الاستثمار وغيرها، فإن سماسرة الأوراق المالية يعتبرون وسطاء بين مشتري وبائعي الأوراق المالية، فجمع

تلك الفئتين معا يؤدي إلى خلق التعامل الآلي، ومقابل ذلك يحصل السمسار على عمولة مقابل البحث عن مشتري المناسب والبائع لهذه الأوراق.

أما فيما يتعلق بتجار الأوراق المالية، فلا يقتصر دورهم على البحث عن مشتري وبائع للأوراق المالية وإتمام الصفقة بينهما، بل شراء هذه الأوراق لحسابهم، لذلك فهم يتحملون المخاطر المرتبطة على شراء هذه الأوراق والاحتفاظ بها على أمل إعادة بيعها وتحقيق ربح مناسب في المستقبل.

(1) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2001، ص 141.

يعني هنا أن كلا من السماسرة وتجار الأوراق المالية يقدمون خدمات أساسية في خلق السوق الثانوي للأوراق المالية، والعمل على تحسين تدفق المعلومات بين المتعاملين في أسواق الأوراق المالية.

أما فيما يتعلق بالمهام والوظائف التي يقدمها تجار الأوراق المالية، فهي نفس الخدمات التي تقدمها بنوك الاستثمار وبنوك الرهن، فهي تتولى عرض الأوراق المالية الجديدة في سوق الأوراق المالية، حيث تتولى بنوك الاستثمار تغطية الإصدارات الجديدة للأسهم والسندات التي تصدرها الشركة، فهي تشتري هذه الأوراق ثم تقوم بعد ذلك بتحفيز المستثمرين في إدخال هذه الأوراق في محفظة الاستثمار، وكذلك بنوك الرهن العقاري، فهي تقبل الأوراق المالية كرهن لها، المساكن الجديدة، كذلك تعتبر هذه النواعيات من المؤسسات

المالية ذات طبيعة خاصة، فهي ليست وسيطا ماليا كالبنوك التجارية وشركات التأمين، وهي لا تخلق لنفسها أوراقا مالية ثانوية كما تفعل البنوك التجارية، وإنما يقتصر دورها على نقل الأوراق المالية المصدرة من المنظمات إلى المستثمرين.⁽¹⁾

2- الجهاز المصرفي ودوره في إنشاء سوق الأوراق المالية نشط وفعال:

تؤدي البنوك دور رئيسيا في عملية إنشاء وتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال العناصر الآتية:⁽²⁾

- تؤدي دور الوساطة في السوق كوسيط لصالح الغير، وتساعد البنوك سوق الأوراق المالية من خلال الصفقات التي تتم داخلها.

- تستطيع البنوك المتخصصة المساهمة والمشاركة في إنشاء مؤسسات جديدة في السوق الأولية أي سوق الإصدار، وتتولى في سوق التداول تسويق الأوراق المالية الجديدة.

- تساهم البنوك في سوق الأوراق المالية من خلال إنشاء ما يسمى بصناديق الاستثمار حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل، وتكون هذه البنوك جميعا تحت وصاية البنك

المركزي، الذي يتدخل لتعديل الانحرافات إذا وجدت عن طريق الائتمان، سواء بتوسيع أو الانكماش حسب السياسات التي ترغب الدولة في تطبيقها شرط ألا تعيق نمو السوق.

للجهاز المصرفي دراية ومعرفة بالوضع المالي لكل شركة، لأنه يتعامل معها ويقرضها، أو يمسك ودائعها، وبالتالي فإن البنك يستطيع أن يعرف القيمة الحقيقية لسهم الشركة التي تتعامل معه، وعلى أساس هذه القيمة يمكن أن يتصرف البنك في عمليتي التمويل والتسويق، سواء لصالحه أو لصالح زبائنه، كما يمتلك هذا الجهاز العديد من الكوادر المالية والمصرفية المؤهلة والملمة بأنواع الأوراق المالية، الأمر الذي يمكنها من توجيه زبائنها نحو الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة، علما بأن ثقة الزبائن في البنك وفي توفير الخبرة له سوف يسهل مهمة البنك في إقناع هؤلاء الزبائن وتزويد من قدرته على ترويج وتسويق الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية، كذلك يمكن للبنوك أن تشجع زبائنها على الاستثمار في الأوراق المالية من خلال القروض لغرض شراء الأسهم، الأمر الذي يساعد على توسيع قاعدة الملكية علما بأن هذا الاتجاه سوف يتيح الفرصة أمام العاملين لامتلاك عدد من أسهم الشركات التي يعملون فيها، كما يمكن للمصارف التجارية أن تقوم بتدوير محافظ الأوراق المالية، سواء لحساب صغار المستثمرين أو لحسابها، من خلال شراء الأسهم التي تطرح الاكتتاب العام، ولا يتم تغطيتها بالكامل، وعندما تشهر الشركة

نفسها، وتبدأ في العمل يكون المستثمرون قد اطمأنوا إلى استقرار هذه الشركة، فيزداد الطلب على أسهمها فتتولى هذه المصارف إعادة طرح الأسهم للبيع مرة أخرى.⁽¹⁾

(1) عبد الغفار الحنفي ورسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص 14، 15.

(2) سليم عبد الرحمن، مبادئ الاستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 448.

المطلب الرابع: تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبطاً ومتداخلاً مع المفهوم العام للفعالية، ومن هنا نشير إلى اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها بلوغ هذه النقطة.

1-تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعرف السوق الكفاءة بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى

نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:⁽²⁾

-التخصيص الأمثل للموارد.

-التقييم الدقيق للمبادلات.

-تقديم خدمات بأقل تكلفة.

كما يقصد بالسوق الكفاء، ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة، والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب التعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك الأسهم من مخاطر أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي للتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه وأن سعر السهم في السوق الكفاءة يعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهذا يشير إلى نقطة جديرة بالاهتمام هي أن تكون المعلومات متاحة للجميع وهذا لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماما فقرارات بعض المساهمين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة أي ليست مغال فيها أو أقل مما ينبغي أي مبنية على معلومات سليمة.⁽³⁾

من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية كما يلي:

- يكون سوق الأوراق المالية كفوء إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية ومن الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق الأوراق المالية.
- منافسة تامة.
- توفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق.

(1) عوض محمد باشراحيل، دور البنك المركزي اليمني في إنشاء سوق الأوراق المالية وتطويرها، ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية المنظمة، شرم الشيخ، مصر، 06-10 مارس 2005، ص ص 231، 232.

(2) عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 151.

(3) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص ص 489، 490.

- أن تصل هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

2- متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية:

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين وهما:

2-1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.⁽¹⁾

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية:⁽²⁾

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

- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث في عدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة.

هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

2-2- كفاءة التشغيل (كفاءة داخلية):

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين وصناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستعجلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر

الذي يباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.⁽³⁾

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:⁽⁴⁾

(1) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية-البورصة-، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 33.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص 191، 192.

(3) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 34.

(4) راشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل وإدارة-، دار المسيرة، عمان، 2004، ص ص 136، 135.

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

وبتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق والانتساع حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، ويتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسريعة المناسبة كما أن توفر هذه الخاصية توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقلل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل.

- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة ويشكل بحد من عملية ما يعرف باحتكار

المعلومات وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيها محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولاً، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.⁽¹⁾

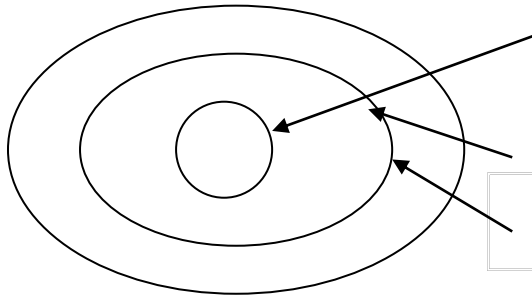
2-3- المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية:

(1) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقديم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 132.

من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة أسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى.

وبعبارة أخرى أن من بين خصائص السوق الكفاءة أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة للكفاءة الأسواق الأوراق المالية والتي يمكنها توضيحها من خلال هذا الشكل أدناه

شكل رقم (05): المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم



- مستوى الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق يفترض بأن المعلومات التاريخية سوف تعكس الأسعار السوقية لسهم

- مستوى الصيغة الشبه قوية الكفاءة السوق، يفترض أن كل المعلومات العامة سوف تعكس بالأسعار السوقية للأسهم

المص - مستوى الصيغة القوية لكفاءة السوق يفترض أن المعلومات سوف تعكس الأسعار السوقية للأسهم

2-3-1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:

تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي وهو ما يعني أن عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الأيام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى وهذا ما يعرف بصيغة الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية⁽¹⁾.

2-3-2- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق:

و يطلق عليها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة، وتقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية شأن تلك المعلومات غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم⁽²⁾.

2-3-3- الصيغة القوية لكفاءة السوق:

(1) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 34.

(2) راشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 142.

بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذا الفرض.

من الملاحظ عن المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم.⁽¹⁾

المبحث الثالث: عموميات حول التنمية الاقتصادية

التنمية الاقتصادية سواء في مفهومها الضيق أو الشامل يتضمن بالمقارنة مع عملية النمو الاقتصادي مجهودا اقتصاديا يجب أن يبذل في سبيل تحقيق أهدافها، ويتعين أن يخضع هذا الأخير للتنظيم أو التوجيه أو التخطيط وبالتالي يتعين أن يكون للدولة دورا أكثر ايجابية وبصورة مباشرة.

المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية وأهدافها

1- مفهوم التنمية الاقتصادية:

قبل التطرق إلى مفهوم التنمية الاقتصادية نتطرق إلى مفهوم التنمية حيث نجد العديد من المفاهيم الخاصة بها:

نعني بمفهوم التنمية ذلك التحرك الاجتماعي من وضع معين إلى وضع آخر أفضل منه يلقي قيمة الفرد كرامته كإنسان ويتوفر فيه كل متطلبات الحياة المادية والمعنوية لتجعل منه إنسانا حرا في تفكيره ومتحررا من كل القيود التي تجعله فرد مكبلا مهمشا لا يعي بما حوله هذا يعني وجود ارتباط وثيق بين التنمية ومشاركة المواطن في تحقيقها.⁽²⁾

أما التنمية الاقتصادية فتتعدد التعاريف بالنسبة لها والتي يمكن الإشارة إلى هذه التعاريف: بوجه عام يمكن تعريف التنمية الاقتصادية بأنها العملية التي يحدث من خلالها تغيير شامل ومتواصل مصحوب بالزيادة في متوسط الدخل الحقيقي وتحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة وتحسين في نوعية الحياة وتغيير هيكل في الإنتاج.⁽³⁾

(1) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 34.

(2) عبد الله محمد، التنمية في الوطن العربي، دار الكتاب الحديث، ليبيا، 1999، ص 25.

(3) عبد القادر محمد عطية، اتجاهات حديثة في التنمية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 16.

كما يعرفها البعض من المفكرين بأنها العملية التي يتم بمقتضاها الانتقال من حالة التخلف إلى حالة التقدم، هذا الانتقال يقتضي إحداث العديد من التغيرات الجذرية والجوهرية في البنيان و الهيكل الاقتصادي.(1)

ويمكن تعريفها أيضا على أنها تقدم المجتمع عن طريق استنباط أساليب إنتاجية جديدة أفضل ورفع مستويات الإنتاج من خلال إنماء رأس المال المتراكم في المجتمع على مر الزمن، وعليه فان الدول المتقدمة اقتصاديا هي تلك التي حققت الكثير من هذا الاتجاه، بينما تلك التي حققت تقدما غير ملحوظ في هذا الطريق هي ما يطلق عليها الدول المتخلفة اقتصاديا.(2)

نستخلص مما سبق أن عملية التنمية الاقتصادية تهدف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية خاصة وهذا يعتمد على أمور عدة أهمها زيادة الاستثمار، وهنا يتعين على القائمين بعملية التنمية و اختيار الإستراتيجية الملائمة للتنمية الاقتصادية التي تساعد على تطوير الاقتصاد وتحقيق الأهداف المطلوبة، والتقدم الاقتصادي المتمثل في الزيادة السنوية في الناتج القومي الإجمالي، يعتبر شرطا مهما ولكنه غير كافي لعملية التنمية بمفهومها الشامل، فالتقدم التكنولوجي يمثل الجانب المادي أو الكلي لعملية التنمية التي لا بد أن ترافقها تحولات نوعية، اجتماعية وسياسية من شأنها أن تدعم مسيرة التنمية، وبكل تأكيد فان التنمية الاقتصادية هو الاعتماد على الذات، فلا يمكن أن تتحقق التنمية المنشودة إذا اعتمدت الدولة بشكل كلي على استيراد كامل للتكنولوجيا وأدوات الإنتاج، فالقدرة على صناعة وتطوير السلع الإنتاجية تعتبر الطريق الرئيسي السليم نحو التنمية الاقتصادية.

2- أهداف التنمية:

نستطيع أن نستنتج أن التنمية في الحقيقة هي مادية وملموسة كما أنها حالة نفسية والتي فيها قد أمن المجتمع وسائل الحصول على حياة أفضل وأي كانت المكونات المحددة لتلك الحياة المثلى فان التنمية في كل المجتمعات يجب أن يتوافر فيها على الأقل واحد من الأهداف الثلاثة التالية:(3)

زيادة إنتاج وتوسيع السلع الأساسية مثل الغذاء السكن والحماية.

-رفع مستوى المعيشة والتي من ضمنها توفير فرص عمل اكبر واهتمام اكبر بالقيم الثقافية و القيم الإنسانية التي لا تؤدي فقط لتحسين الرفاهية المادية بل أنها سوف تولد أيضا عزة نفس على المستوى الفردي بشكل كبير.

-توسيع نطاق الاختيارات الاقتصادية والاجتماعية المتاحة للأفراد وللأمم وذلك عن طريق تخليصهم من العبودية والاعتمادية، وليس فقط في علاقتهم مع الناس و الدول بل أيضا تحريرهم من قوى الجهل و المأساة الإنسانية.

المطلب الثاني: أبعاد ومتطلبات التنمية الاقتصادية

1- أبعاد التنمية:

(1) محمد عبد العزيز عجمية وإيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية دراسات نظرية تطبيقية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 76.
(2) محمد عبد العزيز عجمية ومحمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية: مفهوما، نظرياتها، سياساتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 20.
(3) محمود حسن حسني ومحمود حامد محمود، التنمية الاقتصادية، دار المريخ، السعودية، 2006، ص 57.

مما نقدم يتضح لنا أن مفهوم التنمية الاقتصادية يتضمن أبعاد مختلفة ومتعددة تشمل مايلي:(1)

1-1- البعد المالي للتنمية:

يستند هذا البعد على حقيقة أن التنمية هي نقيض للتخلف، وبالتالي فإن التنمية تتحقق من خلالها التخلص من سمات التخلف واكتساب الخصائص السائدة في البلدان المتقدمة.

إن المفهوم المادي للتنمية الاقتصادية مثلا يبدأ بتراكم قدر من رأس المال الذي يسمح بتطوير التقسيم الاجتماعي للعمل، أي يتحول من الصناعة اليدوية إلى الصناعة الآلية، وعلى النحو الذي يحقق سيادة الإنتاج السلعي، وتكوين السوق الداخلية هذا ما يعرف بجوهر التنمية، فالبلدان النامية تحتاج إلى تحقيق العمليات السابقة الذكر لكي تتحقق التنمية.

1-2- البعد الاجتماعي للتنمية:

لا شك أن الجانب الاقتصادي للتنمية ذو صلة وثيقة بجوانب الحياة الأخرى في المجتمع وهي الجوانب الاجتماعية والثقافية والسياسية، وقد ترتب على مفهوم التنمية أمران :

-الأمر الأول: المرادفة بين التنمية و التحديث، وهذا الأخير هو عملية التحول نحو الأنماط في الأنظمة الاجتماعية والاقتصادية و السياسية التي تطوره في أوروبا الغربية وأمريكا الشمالية بين القرنين السابع عشر و التاسع عشر.

-الأمر الثاني: هو تحقيق التنمية بالانتشار، حيث تشع رياح التغيير من البلدان المتقدمة من خلال التكنولوجيا و رأس المال و المهارات والقيم والتغيرات في الأنظمة القائمة، أما جوانب البعد الاجتماعي للتنمية فتتمثل في تغيرات في الهياكل الاجتماعية واتجاهات السكان والمؤسسات القومية وتقليل الفوارق في الدخول واجتثاث الفقر المطلق، وقد تغيرت النظرة للفقر في التسعينات وأصبح ينظر لها بأنها مرتبطة بالبطالة، وأصبح هدف التنمية هو إشباع الحاجات الأساسية وبهذا تغيرت فلسفة التنمية من كونها مستندة للنمو من الفهم المستمد من الحاجات الإنسانية وبذلك أصبحت التنمية هي تنمية إنسانية.

1-3- البعد السياسي للتنمية:

إن انتشار التنمية عالميا جعل منها إيديولوجية، فالتنمية تشترط التحرر والاستقلال الاقتصادي ويتضمن البعد السياسي للتنمية التحرر من التبعية الاقتصادية المباشرة، فإذا كان الواقع قد فرض على البلدان النامية الاستعانة بالموارد الأجنبية من رأس المال والتكنولوجيا إلا أن هذه المصادر يجب أن تكون مكملة للامكانيات الداخلية الذاتية بحيث لا تقود إلى السيطرة على اقتصاديات البلدان النامية.

1-4- البعد الدولي للتنمية:

(1) عبد الله محمد، مرجع سبق ذكره، 31.

إن فكرة التنمية والتعاون الدولي في هذا المجال قد فرضت نفسها على المجتمع الدولي وقادت إلى تبني التعاون على المستوى الدولي والى ظهور الهيئات الدولية كالبنك الدولي وصندوق النقد الدولي، ولهذا فقد أطلقت الأمم المتحدة في عام 1961 تسمية عقد التنمية الأول، وقد استهدفت تحقيق معدل للنمو الاقتصادي يبلغ 7% كما شهد عقد التسعينات نشأة منظمة إلغاء أي الاتفاقية العامة للتجارة والتعريفية الجمركية، وكذلك نشأة مؤتمر الأمم المتحدة والتنمية وتهدف هذه المنظمات جميعا إلى تحقيق علاقات دولية أكثر تكافؤا، ثم جاء عقد التنمية الثاني لفترة 1970 – 1980 مستهدفا معدلا سنويا للنمو يبلغ 6%، إلا أن مساعي كل هذه الاتجاهات و المنظمات لا تفلح في تحقيق أهدافها الأساسية من وجهة نظر البلدان النامية، ولهذا نجد بان التفاوت في الدخل فيما بين البلدان الغنية والفقيرة يزداد على مر الزمن.

1-5- البعد الحضاري للتنمية:

إن التنمية بمثابة مشروع نهضة حضارية، فالتنمية ليست مجرد عملية اقتصادية تكنولوجية بل هي عملية بناء حضاري تؤكد فيه المجتمعات شخصيتها وهويتها الإنسانية.

2- متطلبات التنمية الاقتصادية:

1-2- الإدارة السياسية:

يكمن مفهومها في قدرة صانعي السياسات على تبني العمليات وحسن إدارة وتسيير الموارد المتاحة، فكل إجراء سيئ سوف يميل إلى تشويه الواقع وإضعاف الاندفاع الحقيقي نحو تحقيق التنمية المستهدفة ولنجاح هذه العملية بصورة عامة ينبغي زيادة وعي السياسة بما يجب أن تكون عليه السياسة السلمية، ويمكن للإدارة أن تدخل في العديد من المجالات قصد ترشيد خدماتها.⁽¹⁾

2-2- القاعدة المحلية الذاتية:

تلعب دورا أساسيا وحاسما في عملية التنمية باعتبارها الأداة التي تعبر بها الدولة عن رغباتها في تجسيد استقلالها السياسي والاقتصادي فهي تعتمد أساسا على مختلف الموارد المحلية وذلك بالتخلص التدريجي من العون الخارجي إلى حد لا يؤثر وبشكل كبير على الاقتصاد فأهم المراحل التي تسيير عليها الدولة لتحقيق التنمية نذكر منها:⁽²⁾

- الاعتماد على الموارد المحلية بأكبر قدر ممكن و التخفيف من الموارد الخارجية لتحقيق النمو.

- الاعتماد على التكنولوجيا باعتبارها الجهد المنظم الرامي لاستخدام نتائج البحث العلمي في تطوير أساليب أداء العمليات الإنتاجية.

- اكتشاف طرق جديدة تتيح زيادة الإنتاج وتحسين النوعية وتقليل الكلف.

- التعاون المشترك بين الدولة والقطاع الخاص والقطاع المدني في كل المجالات.

(1) فليح حسن خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي، دار الكتاب العالمي، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص 197.

(2) محمد الفرحاني حصن، إفريقيا وتحديات العولمة، المكتبة الجامعية، بدون بلد نشر، 2003، ص 143.

2-3-التكوين الرأسمالي:

تعتبر القاعدة الأساسية التي تعتمد عليها التنمية لكون التراكم هو أساس التوسع والنشاط وهذه العملية تتطلب جهوداً توفر حجم مناسب في الادخارات الحقيقية بحيث يتم من خلالها توفير الموارد لأغراض الاستثمار بدلاً من توجيهها نحو مجالات الاستهلاك، وكذلك وجود قدر من الادخارات النقدية اللازمة لتمويل هذه الاستثمارات، وأن يوافق ذلك وجود أجهزة تمويل قادرة على تعبئة المدخرات لدى الأفراد والجهات المختلفة، وتوفيرها للمستثمرين إضافة إلى ضرورة القيام بعملية الاستثمار ذاتها.⁽¹⁾

2-4-الموارد البشرية:

تلعب دوراً هاماً في عملية التنمية لأن الإنسان غاية التنمية ووسيلتها، فإذا كانت غاية فالهدف النهائي للتنمية يتمثل في رفع مستوى معيشة الإنسان عن طريق الرفع بمستوى دخله الحقيقي ورفع مستوى نواحي حياته الأخرى من خلال زيادة الإنتاج وتطويره وضمان توزيعه بصورة عادلة.

أما إذا كانت وسيلة فعالية للتنمية توضع وتنفذ وتعطي ثمارها من خلال النشاط الإنساني، فمن المستحيل تصور حصول التنمية دون الاعتماد على الإنسان كمصمم ومنفذ لها ومستفيد منها.⁽²⁾

2-5-السياسة النقدية والمالية :

تمثل وسيلة تحكم وتعديل مسار التنمية، فهي تمكن الدولة من تشجيع وتحفيز عمليتي التكوين الرأسمالي والاستثمار من خلال:⁽³⁾

-تطوير الخدمات المصرفية والتسهيلات الائتمانية وإجراءات القروض.

-إحداث التسوية بين طلب وعرض النقود لتفادي تذبذب مستويات أسعار أو ظهور الضغوط التضخمية أثناء عملية التنمية.

-تطوير السوق المالية لتغيير التنوع القطاعي وزيادة الدخل الوطني.

-إصلاح الجهاز الضريبي وخاصة الرسوم التي تعيق كامل الاستثمار والإنتاج.

-تقديم تحفيزات خاصة للاستثمار الخاص التي تمثل كامل القطاع.

2-6-الاستثمار والتوازن الهيكلي والإقليمي:

(1) فليح حسن خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص 199.

(2) فليح حسن خلف، الاقتصاد الكلي، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص 466.

(3) صبحي محمد فنوص، أزمة التنمية: دراسة تحليلية للواقع السياسي والاقتصادي والاجتماعي لبلدان العالم الثالث، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999، ص 97.

من أجل تنشيط عملية التنمية يتم تجسيدها وتمثيلها عن طريق الاستثمار وذلك بتوفير الشروط التالية:(1)

- ارتباط الاستثمار بالاستخدام الأمثل للعمل وإنتاج السلع الضرورية.
- تطوير الاستثمارات بزيادة نسبة الصادرات السلعية وتوفير النقد الأجنبي.
- قيام الاستثمارات على مبدأ التوازن بين القطاعات ونشاطات القطاع الواحد.

2-7-السوق:

إن وجود سوق مناسبة يعتبر من المتطلبات الهامة لعملية التنمية، ومنه لإيجاد سوق مناسبة يجب التوسع في أسواق المال و النقد وإتاحة التسهيلات الائتمانية الأرخص والأكثر اتساعاً للمزارعين وصغار التجار ورجال الأعمال، مع زيادة معرفتهم بفرص السوق وتقنيات الإنتاج الحديثة، وبناء على ذلك يجب السعي للاستغلال الأمثل والكفاءة المثلى في استخدام الموارد الموجودة لتحقيق التنمية.(2)

المطلب الثالث: تمويل التنمية الاقتصادية

هناك العديد من المصادر التمويلية لتمويل التنمية المطلوبة منها مايلي:(3)

1-الموارد المحلية: تتكون مصادر التمويل المحلي من شقين هما الادخار الاختياري وما تقوم به الأفراد والمؤسسات، والثاني هو الادخار الإجباري وهو ما يفرض على الأفراد من قبل قوى خارجية، وهو من أهم الموارد المحلية.

1-1-مدخرات القطاع العائلي:

تمثل مدخرات القطاع العائلي الفرق بين الدخل المتاح أي الدخل بعد تسديد الضرائب وبين الإنفاق، وتعتبر من أهم مصادر التمويل الاقتصادي، وتتمثل مصادر الادخار في القطاع العائلي فيما يلي:

- المدخرات التعاقدية كأقساط التأمين والمعاشات، وتتميز بطبيعتها الإلزامية.
- الزيادة في الأصول النقدية التي تأخذ شكل الودائع في صناديق التوفير أو المصارف.
- الاستثمار المباشر في اقتناء الأراضي والمزارع والمتاجر.

-سداد الديون من جراء التزامات سابقة.

وتزداد أهمية مدخرات القطاع العائلي حيث تضع في متناول المستثمرين وأرباب العمل، وتتأثر بعوامل عديدة منها:

(1) المرجع نفسه، ص99.

(2) محمد الفرحاني حصن، مرجع سبق ذكره، ص144.

(3) محمد عجمية، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص ص 117، 116.

1-1-1- حجم الدخل: يعتبر من أهم العوامل المحددة للادخار فعندما يزيد دخل الأسرة فان من المتوقع أن يزيد الادخار.

1-1-2- درجة تركيز وتوزيع الدخل: تركيز الدخل في صالح الطبقات ذات الدخل الأعلى يؤدي إلى زيادة الادخار، وكذلك التوزيع السيئ والخطئ للدخل يؤثر على نسبة الادخار، وذلك من خلال توزيع الدخل في جهات كمالية.

1-1-3- عوامل ديمغرافية اجتماعية: منها تركيبة المجتمع عمريا له اثر على الادخار وكذلك حجم الأسرة فكلما كانت اقل زاد الادخار عندها، وكذلك بين قطبي المدينة والريف حيث يزيد في الأولى ويقل في الأخيرة.

1-1-4- عوامل اقتصادية: ومنها أسعار سعر الفائدة المرتفعة، وكذلك مدى قرب المؤسسات المالية من المدخرين كما يؤثر المناخ الاقتصادي السائد بالبلاد كذلك في كمية الادخار.

1-2- مدخرات قطاع الأعمال الخاصة:

ويشمل جميع مدخرات المشروعات الخاصة والتي تمثل صافي ماتدخره من الأرباح المحققة التي لا توزعه على أصحابه، وعليه فان ادخار القطاع الخاص يكون كبير كلما كانت الأرباح كبيرة.

1-3- مدخرات قطاع الأعمال العام:

ونقصد بها المشاريع المدارة من طرف الدولة، والتي تتميز باحتكار للمشاريع الكبرى وعدم منافسة القطاع الخاص، ومن أهم العوامل المحددة لمدخرات هذا القطاع العام:

-السياسة السعرية لمنتجات القطاع العام.

-سياسة توظيف الأجور.

-مستوى الكفاءة الإنتاجية في الوحدات.

-سياسة الدولة في أسعار وسائل الإنتاج.

1-4- مدخرات القطاع الحكومي:

والمتمثل في أي فائض يحققه القطاع الحكومي من إيراداته عن نفقاته، وتتمثل إيرادات القطاع الحكومي من الضرائب المفروضة من طرف الدولة والرسوم، أما نفقاتها فتتمثل في النفقات الاستهلاكية والنفقات التحويلية.

1-5- التمويل المصرفي:

تعتبر المصارف بأشكالها المختلفة أهم المنشآت المالية في تزويد قطاع الأعمال بالاحتياجات رأس المال العام والتي تتمثل تغطيتها عن طريق القروض طويلة الأجل أو القروض متوسطة الأجل، فاحتياجات رأس المال ثابت عادة ما تقوم به البنوك المتخصصة وذلك لضخامة التمويل، أما الاحتياجات رأس المال العامل تقوم به البنوك التجارية، فالتمويل المصرفي يساهم في تمويل المشروعات إما عن طريق الإسهام المباشر في المشاريع ببنوك متخصصة وإما بالقروض وتقديم التسهيلات الائتمانية للبنوك التجارية.

2- الموارد الأجنبية:

نظرا لعدم كفاية المصادر المحلية بشقيها الوفاء بحاجات الاستثمار على دول ما وخاصة الدول النامية فإنها تلجأ إلى الحصول على التمويل المطلوب من المصادر الخارجية ومن بين هذه المصادر الخارجية مايلي: (1)

2-1- التدفقات والتحويلات من المؤسسات الدولية:

أصبح للمؤسسات والمنظمات الدولية أهمية كبيرة في مجال التمويل الدولي ولعل أهم هذه المؤسسات:

2-1-1- البنك الدولي:

يستمد البنك أمواله في حصص دول الأعضاء ومن حصيلته ما يصدر من سندات تتداول في الأسواق المالية وتجعله المقرض الأول في العالم، ولا يقدم البنك قروضه إلا للدول النامية على أساس شروط الإقراض الدولية، وكذلك تقديم المعونات ويقدم البنك القروض لمشروعات التنمية التي يتوقع أن يكون عائدها 10% على الأقل، تشير التقارير إلى أن العائد على هذه المشروعات في الأونة الأخيرة 18% في المتوسط، وحققت القروض في مجال التعليم أعلى عائد، وقد سلك البنك في السنوات الأخيرة سبيل مشاركة الحكومات والبنوك الخاصة في مجالات الاستثمار.

2-1-2- مؤسسات التنمية الدولية:

تمثل هذه المؤسسة مصدرا هاما للقروض حاملة أي قروض فائدتها شديدة الانخفاض وأجلها طويلة التي تقدم للدول النامية ذات الدخل المنخفض، وتأتي مصادرها من المنح التي تقدمها 32 دولة غنية كل ثلاث سنوات، وشروط القروض المقدره في الفترة الأخيرة تتخلص من أجلها تبلغ 40 سنة، وكانت 50 عاما في 1987 وما قبلها وبدون فائدة وبفترة سماح تبلغ 10 سنوات وقروض مؤسسة التنمية الدولية لا تمنح للدول النامية شديدة الفقر.

2-1-3- مؤسسة التمويل الدولي:

(1) إيمان عطية ناسف، التنمية الاقتصادية، كلية التجارة، الإسكندرية، 2005، ص ص 184-186.

تأتي في المرتبة بعد هيئة التنمية الدولية وينحصر نشاطها في الإسهام في مشروعات القطاع الخاص لدى الدول، وتحصل المؤسسة على أموالها عن طريق الاقتراض من البنك الدولي وعن طريق إصدار السندات تقوم بتصديقها في الأسواق المالية الدولية، وتقوم المؤسسة بالتمويل بالمشاركة مع الحكومات والمنظمين في الدول المضيفة بأنظمة متواضعة وعادة ما تكون صاحبه الإسهام الأصغر، وعلى الرغم من الدور الهام الذي تقوم به المنظمات المالية السابقة الذكر في تزويد الدول النامية بقدر من حاجتها من رؤوس الأموال فإنه يوجه إليها بعض الانتقادات والمآخذ.

2-2- المنح والمعونات الأجنبية الرسمية :

تعتبر المعونات من الدول الصناعية المتقدمة ومن دول النفط الذي يطلق عليها مساعدات التنمية الرسمية، ومن أهم مصادر تمويل الدول النامية ذات الدخل المنخفض، ويرجع ذلك إلى عدم ملائمة قروض البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية وعدم كفاية هيئة المعونة الدولية.

2-3- الاستثمار الأجنبي الخاص:

يمثل مكانة واضحة في اقتصاديات الدول النامية حيث أن المدخرات المحلية أكثر كفاية بمقابلة حاجات الاستثمار، وقد يكون هذا الاستثمار الأجنبي مباشرا عندما يستثمر في امتلاك أصول رأسمالية تتيح له السيطرة وفق الإدارة، وقد يكون استثمار غير مباشر في صورة شراء أسهم وسندات لا يترتب عليها حق الإدارة.

3- الاستثمار الأجنبي الخاص:

قد يكون هذا الاستثمار مباشر أو غير مباشر حسب نية المستثمر في امتلاك الأصول الرأسمالية والحق في الإدارة، ويمكن ذكرها بشيء من التفصيل فيما يلي: (1)

3-1- الاستثمارات الأجنبية المباشرة:

ويقصد بها تلك الاستثمارات التي يملكها ويديرها المستثمر الأجنبي، أما بسبب ملكيته الكاملة لها أو الملكية لنصيب منها يكلف له الحق في إدارة الاستثمار، والاستثمار المباشر هو عبارة عن نشاط اقتصادي يزاوله المستثمر الأجنبي في البلد المضيف ولقد اعتبرت الكثير من الدول هذا النوع من الاستثمار مهم في عملية التنمية، وقد شهدت هذه الاستثمارات إقبالا للمستثمرين من الخارج إذ أنه يتيح لهم السيطرة الفعلية لمشروعاتهم والمراقبة لأموالهم وتوجيهها لإغراض تخدم مصالحهم بالدرجة الأولى، وتأتي على رأسه من يتبنى هذا النوع من الاستثمارات الشركات المتعددة الجنسيات التي تعتبر الرائد في هذا المجال والدول الأعضاء في لجنة مساعدة التنمية على رأسهم فرنسا، أمريكا، وبريطانيا.

3-2- الاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة:

(1) نزيهة المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعية، مصر، 2007، ص 33.

وهي تلك الاستثمارات التي يحصل فيها المستثمر على عائد رأسمال دون أن تكون له السيطرة على المشروع، ولا تنتقل على اثر هذه الاستثمارات الخبرات والتكنولوجيا كما هو الحال في الاستثمارات المباشرة، وتأخذ شكل الاستثمارات في الأوراق المالية فالدول النامية تستطيع أن تحصل على رأسمال عن طريق إصدارها للسندات في أسواق رأس المال، وتقوم الدول المتقدمة بإقراضها مقابل هذه السندات أو طرح نسبة من أسهم شركاتها ومن هنا ظهرت أهمية الأسواق المالية في الدول النامية.

ويمكن القول أن معيار التميز بين النوعين السابقين من الاستثمارات في مسألة السيطرة على المشروع الأجنبي فإذا كان المستثمر يسيطر على المشروع فهو مباشر، وإذا كان لا يملك السيطرة فهو غير مباشر.

خلاصة الفصل:

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

كذلك تمثل سوق الأوراق المالية سوقاً بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع هي الأسهم والسندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري وتصنف الأسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

وتمتاز الأوراق المالية بخاصية التجانس، فسهم أو سند شركة معينة ما تكون متجانسة في قيمتها وشروط إصدارها، وهذا ما يسهل عملية التقييم ويسهل أيضاً من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية.

ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله والمتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، ومتطلبات أساسية على مستوى الكلي ولضبط هذه العناصر يجب توفر متطلبات متعلقة بالجانب القانوني.

ونظراً لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد الاهتمام بمفاهيم تمويل التنمية الاقتصادية، مع مراعاة شروط إنشاء سوق أوراق مالية فعال لتأدية دوره التمويلي على أتم وجه.

تقديم:

لقد زاد اهتمام الدول العربية بأسواق الأوراق المالية العربية نتيجة للتطورات التي يشهدها النظام المالي، لذا سعت إلى تطوير وتحديث هذه الأسواق من خلال حركة الإصلاح والتطوير وهذا تماشياً مع مسيرة التنمية، كما زاد الاهتمام بها أكثر بسبب الأزمات البورصية التي تعرضت للاقتصاديات الناشئة خاصة الأزمات الآسيوية من جهة وأزمة الرهن العقاري 2008، وقناعة منها بالدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق نشطة وكفاءة الأوراق المالية من جهة أخرى.

وبعدما تم التوقيع في إطار الجات 1994 على اتفاقية تحرير الخدمات المالية، أصبح لزاماً على الدول العربية بذل جهود مضاعفة لجذب استثمارات إلى الأسواق المحلية وتشجيع الاستثمار الأجنبي من خلال تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية العربية، والذي من شأنه الارتقاء بها في اتجاه المستويات الدولية مما يزيد الثقة في هذه الأسواق وتحسين سيولتها ومن ثمة التسريع في نموها .

وتقوم غالبية الدول العربية بتطبيق برامج شاملة للإصلاح المالي أدت إلى تطورات ملحوظة خلال السنوات القليلة الماضية تجسدت في نمو راسمة هذه الأسواق وحجم التداول فيها في ظل تحديث الأطر القانونية والمؤسسية والإجراءات الإصلاحية التي تم اتخاذها، لكن رغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب لأن الإصلاحات المطبقة لا تكفي بل يقتضي الأمر توفير المناخ الاستثماري الملائم.

فالباحث في واقع الاقتصاد العربي يلاحظ التباين بين الدول العربية، الدول النفطية ذات الفائض المالي والدول غير النفطية صاحبة العجز المالي بالإضافة إلى مشكل هروب رؤوس الأموال العربية وتفضيلها الاستثمار خارج الحدود، لذا يلقي هذا الفصل على المحاور التالية ارتباطاً بموضوع الدراسة:

المبحث الأول: واقع الاقتصاديات العربية.

المبحث الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية.

المبحث الثالث: تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية.

المبحث الأول: واقع الاقتصاديات العربية

من بداية القرن العشرين- وخاصة بعد الحرب العالمية الثانية- اكتشفت في هذه المنطقة كميات ضخمة من النفط والغاز الطبيعي، وهكذا فإن المنطقة – من بين مناطق العلم- تواجه ظروفًا طبيعية بالغة الشدود، ندرة شديدة في المياه مقابل وفرة كبيرة في مصادر الطاقة سواء المستخدم منها (النفط والغاز) أو غير المستغل حالياً (الطاقة الشمسية) وهكذا فإن الثنائي المياه/ الطاقة، بما يتضمن من فقر و ثراء معا يمثل دراما هذه المنطقة على رقعة العالم، كما يعبر

عن أزمات وتحديات المنطقة وآمالها في الوقت نفسه، ففقر المياه يهدد وجودها وحياتها ووفرة الطاقة تعطيها أهمية إستراتيجية كبرى.

وبشكل عام فإن المنطقة لا تتمتع بوفرة كبيرة من الموارد الطبيعية الأخرى ويتوقف الناتج الإجمالي للوطن العربي بدرجة كبيرة على سلعة واحدة وهي النفط، ومع ذلك فإن هذه الصورة الإجمالية تخفي التناقص الشديد بين مجموعتين وهما مجموعة الدول النفطية و مجموعة الدول الغير النفطية، فالأولى تتمتع بمستوى مرتفع من الدخل وبالتالي ادخار محلي مرتفع، بينما الثانية تواجه عجزا في مواردها المحلية حيث لم تتجح في توفير مدخرات محلية كافية الوفاء باحتياجات الاستثمار المحلي، الامر الذي فرض عليها عجزا مزمنًا في موازين مدفوعاتها.

المطلب الأول: سمات وخصائص الاقتصاد العربي

يتميز الاقتصاد العربي ببعض الخصائص تماثل في بعضها خصائص الدول النامية نظرا لطبيعة الاقتصاد وموقعه الجغرافي، وعلى الرغم من وجود بعض أو كثير من الاختلافات بين خصائص وطبيعة الاقتصاديات العربية إلا أنه يمكن الإشارة إلى أهم الخصائص المشتركة لها والتي تتمثل في: (1)

1- طبيعة النظام الاقتصادي المتبع:

بالنسبة لنظام الاقتصادي الذي تبعة الدول العربية فإنه يختلف من دولة لأخرى، حيث اتبعت بعض الدول المجلس التعاون الخليجي (السعودية، الإمارات العربية، الكويت، البحرين، قطر) النظام الرأسمالي الحر، بينما اتبعت بعض

الدول النظام الاشتراكي والذي أعطى للدولة الدور الرئيسي في النشاط الاقتصادي. (2)

وقد بدأت معظم الدول العربية الذي اتخذت النهج الاشتراكي كنظام اقتصادي في التحول التدريجي نحو ألباب اقتصاد السوق وإعطاء دور أكبر للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي.

2- برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية:

تبني الدول العربية برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية حيث تهدف هذه البرامج بصفة عامة والتي تبنتها معظم الدول العربية إلى علاج الاختلالات الاقتصادية والتغلب على المشاكل الاقتصادية المزمنة التي عانت منها معظم الدول العربية، وقد تبنت بعض الدول العربية برامج إصلاح اقتصادي بدون التنسيق مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي مثل دول مجلس التعاون الخليجية. (3)

ومثال على المجموعة الأولى الجزائر، مصر العراق التي انتهجت سياسات حماسية وتبنت إستراتيجية اقتصادية أقرب إلى الاستقلال والانطواء على النفس وإعلان بصورة أو بأخرى المنهج الاشتراكي وبالمقابل دفع العالم الرأسمالي بالدول عربية أخرى كالمغرب ودول الخليج والأردن إلى تحقيق معدلات نمو اقتصاد غير مسبوقه وبالتالي درجة اندماج أكثر، ومنذ مطلع التسعينات بدأنا نشهد تحولا جذريا للسياسات الحماسية نحو

(1) دعد رفيق دلال، اقتصاديات الوطن العربي ودور مدخل الإنتاج، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص 183 .

(2) عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، أفاق التعاون الاقتصادي العربي في ظل المتغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد 02، 2003، ص 77.

(3) المرجع نفسه، ص 77 .

الانفتاح الاقتصادي لصالح القطاع العمومي لمعظم النشاط الاقتصادي لصالح القطاع الخاص، وذلك تبني هذه الدولة سياسة بما يعرف ببرامج تثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي والتوقيع على الكثير من الاتفاقيات التجارية بدأ من جولة الأروغواي وانتهاء بإعلان عن المنظمة العالمية للتجارة، كما سعت هذه البلدان بشكل أو بآخر لإمضاء عقود الشراكة خاصة مع الاتحاد الأوروبي وإنشاء مناطق حرة للتبادل التجاري.⁽¹⁾

3-درجة الانفتاح على الخارج:

إن درجة انفتاح اقتصاديات الدول العربية على العالم الخارجي فهو مختلف من دولة عربية إلى أخرى، ولكن يمكن القول أن عقد التسعينات من القرن العشرين شهد انفتاحا اقتصاديا عربيا كبيرا مقارنة بمستوى الانفتاح وفي

مقدمتها العولمة الاقتصادية وتبني برامج إصلاح اقتصادي تهدف إلى إزالة العوائق الجمركية في مجال التجارة الخارجية، ولقد تأثرت اقتصاديات الدول العربية سلبا وإيجابا بالانفتاح على العالم الخارجي، وقد تمثل الأثر السلبي في تدهور معدل شروط التبادل التجاري في غير صالح الدول العربية، وبدل الاتجاه إلى انخفاض الأسعار الحقيقية للنفط في الأسواق العالمية قبل سنة 2004 تأثرت اقتصاديات الكثير من الدول العربية بانخفاض أسعار صرف الدولار خلال الفترة الأخيرة، ولذلك يمكن القول بأن اقتصاديات الدول العربية تتأثر بدرجة كبيرة بتغيرات الاقتصادية الدولية، ففي المجال الصناعي شهدت اقتصاديات الدول العربية تقدما صناعيا مقارنة بعقدين من الزمان وعلى الرغم من ذلك فإن الاقتصاد العربي مازال يعتمد بدرجة كبيرة على المواد الأولية وخصوصا النفط والإنتاج الزراعي كمصادر هامة لمصادر الدخل القومي، كما أنه على الرغم من التقدم التكنولوجي الهائل إلا أن مدى استفادة اقتصاديات الدول العربية من هذا التقدم يعتبر أقل بكثير من استفادة بعض الدول النامية والدول الصناعية الحديثة.⁽²⁾

أما في المجال المالي بدأت معظم البلدان العربية منذ منتصف عقد الثمانينات بانتهاج سياسات التحرر المالي في مفهومه الشامل فهو مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة للإلغاء أو تحقيق درجة القيود المفروضة على عملية النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كليا.

أما في مفهومه الضيق يقصد به عملية تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

وشكلت تلك السياسات جانبا مهما من برامج واسعة للتحرير الاقتصادي ضمن برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية، ولا تزال سياسة التحرر المالي في البلدان العربية في مراحل مبكرة رغم التطور النسبي الذي أحدثته في الجانب التشريعي وجهود البلدان العربية مستمرة في تعزيز الإصلاح وذلك من خلال اعتماد وتعميم المعايير الدولية المطلوبة بإلزام الشركات المساهمة العامة المدرجة عند نشر بياناتها المالية لإعلان نتائج أعمالها وتطورات والمستجدات المتعلقة بأنشطتها بشكل دوري.⁽³⁾

عبد الرحمن تومي، العولمة الاقتصادية وأثرها على العالم العربي، مجلة الدراسات الاقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والدراسات الأساسية، (1)

العدد 03، 2004، ص ص 81، 82 .

(2) عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، مرجع سبق ذكره، ص ص 77، 78 .

(3) عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، مرجع سبق ذكره، ص 148 .

4- اعتماد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي للنشاط الاقتصادي:

تعتمد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي لنشاط الاقتصادي ويمثل تلك النسبة الكبيرة من الطلب الكلي الفعال لاسيما في الدول مجلس التعاون الخليجي، على الرغم من اتخاذ الكثير من الدول العربية خطوات جادة في سبيل ترشيد الإنفاق الحكومي والعمل على خفض عجز الموازنة العامة التي تعاني منها اقتصاديات الدول العربية سواء مرتفعة أو منخفضة الدخل⁽¹⁾.

5- هيكل صادرات وواردات الدول العربية:

إذ توجد بها قاعدة اقتصادية ضعيفة التنوع في مجال الصادرات والواردات، ودليل على ذلك أن القطاع النفطي في الدول المصدرة له يمثل نسبة عن 50% من الناتج المحلي الإجمالي وهي نفس النسبة التي يمثلها قطاع الفلاحة في الصومال والسودان وحوالي 25% في كل من موريتانيا واليمن.

في حين لا يستثنى من هذه القاعدة إلا عدد قليل من الدول العربية التي لها قطاع صناعي معتبر ومتنوع بشكل مقبول، وعدم تنوع المنتجات المصدرة يجعل هذه الاقتصاديات تتأثر بدرجة كبيرة بالصدمات الخارجية وأفضل الأمثلة التي يمكن تقديمها لمعرفة شدة تعرض الأداء الاقتصادي للخطر بسبب تقلبات أسعار خاصة بالدول المعتمدة على تصدير النفط وغيرها من المواد الأولية، وكذلك التقلبات الأصلية بسبب الأحوال الجوية ومثاله الدول المتخصصة في إنتاج وتصدير المنتج الفلاحي كالسودان والمغرب، ويشكل عام فإن هذه الدول وبسبب اعتماد صادراتها على مادة أولية واحدة أو عدد محدود جدا وكذا اعتمادها الشديد على الواردات وخاصة منها مواد غذائية، فإن حصيلة الصادرات دول هذه المنطقة وكذا مدفوعاتها تتميز بتقلبات شديدة نتيجة لتقلبات أسعار الصرف بالأسواق العالمية وهو ما يؤثر بشكل كبير على إيرادات حكومات هذه الدول من جهة وكذا الروابط الموجودة بين سوقي العمل ورأس المال⁽²⁾.

المطلب الثاني: ترتيب الدول العربية في المؤشرات الاقتصادية الدولية

بغية معرفة مكانة الاقتصاديات العربية في الساحة الاقتصادية الدولية سوف نستعين بالمؤشرات الدولية كمؤشر الحرية الاقتصادية وكذا المؤشرات الاقتصادية.

1- وضع الدول العربية في المؤشرات الدولية:

حرص عدد من المؤسسات والمنظمات على تزويد المستثمرين وصانعي القرار بمعلومات رسمية تساعدهم في اتخاذ القرار من خلال تهيئة عدد من المؤشرات التي يمكن أن تساهم في معرفة وضع كل دولة على انفراد،

(1) نبيل حماد، الجات ومنظمة التجارة العالمية أم تحديات لمواجهة الاقتصاد العربي، دار انجي للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1999، ص ص 260-262.

محمد براق وآخرون، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية حالة الجزائر، مؤتمر دولي عالمي ثاني، كلية العلوم الاقتصادية و

(2) علوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2004، ص 11.

وتحديد أهم النقائص التي تعاني منها تلك الدول التي تمنعها من جذب المستثمرين الأجانب، فالدولة التي تنخفض فيها نسبة المخاطرة وفق أحد المؤشرات تحضى بموقع متقدم في مؤشر الحرية الاقتصادية والقطر الذي يحرز موقع متقدم في مجال التنمية البشرية يحقق درجة عالية في مؤشر ثروة الأمم الناهضة وهكذا.... الخ.

وبهدف تسليط الضوء على وضع الدول العربية في تلك المؤشرات سنحاول عرض عدد من هذه المؤشرات وهي: (1)

1-1 مؤشر الحرية الاقتصادية:

يصدر هذا المؤشر من معهد " هيرتاج " بالتعاون مع صحيفة " وول ستريت جورنال " منذ عام 1995 ويستخدم لقياس درجة التصنيف التي تمارسها الحكومة على الحرية الاقتصادية، وعلى المؤشر على 156 دولة في عام 2001 من بينها 20 دولة عربية، ويستند المؤشر على 10 عوامل تشمل السياسة التجارية وبخاصة معدل التعريف الجمركية ووجود الحواجز غير الجمركية، وضع الإدارة المالية لموازنة الدولة وبخاصة الهيكل الضريبي للأفراد والشركات، حجم مساهمة القطاع العام في الاقتصاد، السياسة النقدية وبخاصة مؤشر التضخم، تدفق الاستثمارات الخاصة والاستثمار الأجنبي المباشر، وضع القطاع المصرفي والتمويل، مستوى الإدارية والبيروقراطية، أنشطة السوق السوداء، وتمنح هذه المكونات العشرة أوزاناً متساوية ويحتسب المؤشر بأخذ متوسط هذه المؤشرات الفرعية، وعند تطبيق مؤشر الحرية الاقتصادية في عام 2001 لم تدخل أي دولة عربية في المجموعة الأولى ذات الحرية الاقتصادية شبه الكاملة والتي دخلت فيها 6 دول عربية هي على الترتيب (البحرين، الإمارات، الأردن، الكويت، تونس، سلطنة عمان) ودخلت 8 دول أخرى ضمن

مجموعة الدول ذات الحرية الاقتصادية الضعيفة هي على الترتيب (السعودية، المغرب، الجزائر، جيبوتي، موريتانيا، مصر، اليمن) والمتبقي وهو خمس دول دخلت ضمن مجموعة الدول ذات الحرية الاقتصادية المنعدمة وهي على الترتيب (سوريا، ليبيا، العراق، السودان). (2)

وفي الآونة الأخيرة غطى المؤشر الحرية الاقتصادية 155 دولة منها 17 دولة عربية.

توزعت الدول العربية الداخلة في المؤشر إلى المجموعات التالية: (3)

- تسعة دول عربية تتمتع بحرية اقتصادية شبه كاملة وهي البحرين، الإمارات، الكويت الأردن، سلطنة عمان، قطر، المغرب، تونس، موريتانيا.

- ستة دول عربية ذات حرية اقتصادية ضعيفة وهي السعودية، لبنان، جيبوتي، مصر، الجزائر، اليمن، سوريا.

- دولة عربية واحدة ذات حرية اقتصادية ضعيفة جدا وهي ليبيا.

1-2- المؤشر الثلاثي المركب لقياس ثروة الأسهم للاقتصاديات الناهضة:

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، نظرة عامة على الاقتصاديات العربية خلال 2009، 2009، ص ص 01-16 .
(2) فلاح خلف علي ربيعي، اثر السياسات الاقتصادية على المناخ الاستثماري في الدول العربية، مجلة الجندول، العدد 23، جويلية 2005، ص 102 .

(3)

(المرجع نفسه، ص 103 .

تصدر مؤسسة الشؤون المالية التي أسستها مجموعة صحيفة العالم الأمريكية انه ولد المؤشر الثلاثي المركب لقياس ثروة الأسهم للاقتصاديات الناهضة منذ عام 1996 وبشكل نصف سنوي، ويغطي المؤشر 41 دولة من الاقتصاديات الناهضة منها 4 دول عربية.

- يستند المؤشر المركب إلى ثلاث مؤشرات الاقتصادية.

- يستند المؤشر المركب إلى ثلاث مؤشرات فرعية تتضمن 63 مكونا وهي: (1)

- المؤشرات الاقتصادية الرئيسية، ومؤشرات الاندماج في الاقتصاد العالمي ومؤشرات بيئة أداء الأعمال.

- مؤشر البيئة التحتية للمعلومات: ويضم هذا المؤشر 21 عنصرا تغطي مؤشرات التعليم والبنية التحتية للمعلوماتية ومؤشرات انتشار المعلوماتية.

- مؤشر البيئة الاجتماعية: ويضم هذا المؤشر 21 عنصرا تغطي مؤشرات التنمية والاستقرار الاجتماعي وكذا مؤشرات الصحة وحماية البيئة والطبيعة.

وتمنح هذه المكونات أوزانا متساوية، ويدل ارتفاعه الرصيد المسجل على مركز متقدم في المؤشر وهذا يعني وضعاً أفضل من حيث مؤشرات ثروة دول الاقتصاديات الناهضة.

وفق المؤشر المركب الذي صدر منتصف عام 2001 دخلت 4 دول عربية في المؤشر تشمل الأردن في المرتبة 23 مسجلة 1117، تونس 24 مسجلة 1117، والمغرب 30 مسجلة 1080، ومصر 30 مسجلة 1071.

1-3- مؤشر التنافسية العالمية:

يصدر المؤتمر الاقتصادي الدولي في دافوس تقرير التنافسية العالمي الذي يتضمن مؤشر التنافسية منذ عام 1979 لقياس قدرة الدول على النمو والمنافسة اقتصاديا مع الدول الأخرى لتحقيق التنمية المستدامة وزيادة الكفاءة الإنتاجية باستخدام أحدث التقنيات وتحسين مناخ الأعمال، ويلاحظ أن مؤشر التنافسية ينقسم إلى مؤشر " جاري" ومؤشر " النمو" وهو يعكس توقعات أداء الدولة في المستقبل (5 سنوات) ويدخل في المؤشر حاليا 75 دولة منها دولتان عربيتان ومن جهة أخرى يصدر المنتدى مؤشر استدامة الحفاظ على البيئة (يغطي 122 دولة) ومؤشر الجاهزية للعصر الرقمي (يغطي 75 دولة) وإضافة إلى تقرير التنافسية الحالية، ويستند مؤشر التنافسية المستقبلية ومؤشر التنافسية الحالية، ويستند مؤشر التنافسية إلى متوسط 8 عوامل هي (درجة الانفتاح دور الحكومة، وضع العمالة، وضع المؤسسات) ويمنح المؤشر أوزانا متساوية، ويعتمد على إجراء مسوحات رأي تشمل حوالي 3000 من رجال الأعمال والمستثمرين في 53 قصرا، ووفق مؤشر التنافسية الجاري لسنة 2001 الذي يضم 75 دولة تدخل في

(1) المرجع نفسه، ص 103.

مؤشر التنافسية (الجاري والنمو المستقبلي) دولتان عربيتان فقط هما الأردن ومصر، ووفقاً لمؤشر التنافسية الجاري لعام 2001 تراجع ترتيب مصر من 39 إلى 44، أما في تقرير التنافسية الإقليمي الخاص بإفريقيا والذي صدر للمرة

الأولى في عام 2000، ويشمل 24 دولة إفريقية فقد دخلت 3 دول عربية وجاء ضمنها تونس في المرتبة الأولى بينما جاء ترتيب المغرب خامساً ومصر سادساً.⁽¹⁾

1-4- مؤشر التنمية البشرية:

يصدر برنامج الأمم المتحدة الإنمائي تقرير التنمية البشرية سنوياً منذ 1990 يتضمن مؤشر التنمية البشرية الذي يرتب 162 دولة في إطار ثلاث مجموعات تعكس مؤشرات التنمية البشرية (مرتفع- متوسط-ضعيف) وقد تطورت منهجية حساب هذا المؤشر وخاصة لجهة احتساب معدل الدخل الفردي، وأضيفت إليه مؤشر المساندة تشمل معيار تمكين النوع الاجتماعي الذي يحتسب مؤشرات التنمية البشرية معدلاً أساسه لأغراض قياس مدى مشاركة المرأة في الحياة السياسية والاقتصادية، كما وضع مؤشر الفقر للدول النامية، ومؤشر للدول المتقدمة لجذب الانتباه مباشرة إلى مدى حرمان والفقر داخل القطر، ويتم احتساب المؤشر المركب للتنمية البشرية على أساس ثلاث مكونات:⁽²⁾

- طول العمر (يقاس بمتوسط العمر المتوقع عند الولادة ويتراوح في حده الأدنى والأقصى ما بين 25 سنة-85 سنة)

- المعرفة (يقاس بمعدل محو الأمية يقاس بمعدل محو الأمية بين البالغين ونسب الالتحاق في المراحل التعليمية المختلفة ويتراوح ما بين 0% و100%).

- مستوى المعيشة (يقاس بمعدل دخل الفرد للنتاج المحلي الإجمالي الحقيقي ويتراوح ما بين 100 دولار و40000 دولار)، ويتكون دليل المؤشر من ثلاث مستويات هي:

- تنمية بشرية عالية (80% فأكثر).

- تنمية بشرية متوسطة (من 50% إلى 70%).

- تنمية بشرية منخفضة من 50%.

وتمنح هذه المؤشرات أوزاناً متساوية، وسجل معدل مؤشرا التنمية البشرية معدله لعام 1995 الذي بلغ 0.55، بينما مازال منخفضاً عن معدل مؤشر التنمية البشرية العالمي البالغ 0.712 في الآونة الأخيرة.

ووفق مؤشر التنمية تتوزع الدول العربية كالتالي:

⁽¹⁾ سليمان المنذري، البورصات العربية...وهن في مرحلة الشباب، تاريخ الاطلاع: 24-03-2010، عن الموقع: www.islamonline.net/arabic/economics
⁽²⁾ (فلاح خلف ربيعي، مرجع سبق ذكره، ص 105 .

- دول ضمن مجموعة التنمية البشرية المرتفعة، وبحسب الترتيب هي : البحرين، الكويت، الإمارات، قطر.

- دول ضمن مجموعة التنمية البشرية المتوسطة، وبحسب الترتيب هي: ليبيا، لبنان، السعودية، سلطنة عمان، الأردن، تونس، سوريا، مصر، الجزائر.

- دول ضمن مجموعة التنمية البشرية الضعيفة، وبحسب الترتيب هي: اليمن، جيبوتي، السودان، موريتانيا، ولم يتم إدراج العراق والصومال وفلسطين في التقرير العام.

1-5- المؤشر المركب للمخاطر القطرية:

يصدر عن مجموعة (بي، ار، اس) شهريا الدليل الدولي للمخاطر القطرية منذ عام 1980، ويتضمن الدليل المؤشر المركب للمخاطر القطرية لغرض قياس المخاطر المتعلقة بالاستثمار أو بالتعامل مع القطر وقدرته على مقابلة التزاماته المالية وسدادها كما يصدر مؤشر مركب مستقبلي باستخدام النهج ذاته لاحتساب المخاطر القطرية ويستند إلى أساس متوسط ثلاثة سيناريوهات تغطي حالات الوضع المتدهور، والوضع المعقول والوضع الأفضل، ويدخل في المؤشر 140 دولة منها 18 دولة عربية.

يتكون المؤشر المركب من ثلاث مؤشرات فرعية تشمل مؤشر تقويم المخاطر السياسية (يشكل نسبة 50% من المؤشر المركب) ومؤشر تقويم المخاطر المالية 25%⁽¹⁾. كما هو موضح أدناه.

الجدول رقم(02): مؤشرات تقويم المخاطر (السياسية، المالية، الاقتصادية)

نوع المخاطر	المكون	النقاط
المخاطر السياسية الحد الأقصى 100 نقطة	درجة استقرار الحكومة	12
	الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية	12
	حرية الاستثمار	12
	وجود نزاعات داخلية	12
	وجود نزاعات خارجية	12
	الفساد	06
	دور الجيش في السياسة	06

(اباد الاجداد، البورصات العربية تعاني عجز السياسات الاقتصادية وضعف الثقافة الاستثمارية والمالية، تاريخ الاطلاع: 2010-03-24 ، ¹)
عن الموقع : www.alarabiya.net

06	دور الدين في السياسة	
06	سيادة القانون والنظم	
06	الاضطرابات العرقية	
06	مصادقية الممارسات الديمقراطية	
04	نوعية البيروقراطية	
10	نسبة خدمة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات	المخاطر المالية الحد الأقصى 50 نقطة
10	نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي	
15	نسبة ميزان الحساب التجاري إلى إجمالي صادرات السلع و الخدمات	
05	عدد الأشهر من الواردات التي تغطيها احتياطات الدولة	
10	استقرار سعر الصرف	
05	معدل دخل الفرد	المخاطر الاقتصادية الحد الأقصى 50 نقطة
10	معدل النمو الاقتصادي الحقيقي	
10	معدل التضخم	
15	نسبة عجز/فائض الميزانية الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي	
10	نسبة وضع ميزان الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مجلة الجندول، العدد 23، 2005، ص 105.

ويشير دليل المؤشر إلى أن الدرجات من 0 إلى 49.5 نقطة تمثل درجة المخاطر المرتفعة جدا ، ومن 60 إلى 69.5 تمثل درجة المخاطرة المعتدلة، ومن 70 إلى 79.07 تمثل درجة مخاطرة منخفضة، والدرجات من 80 إلى 100 نقطة تمثل درجة مخاطرة منخفضة جدا، وهذا يعني أنه كلما ارتفع المؤشر المركب قلت درجة المخاطرة.

أما وضع الدول العربية، فوفقا للمؤشر المركب للمخاطرة القطرية 2001 تم تصنيف 18 دولة عربية كالاتي:

- ثلاثة دول عربية في درجة مخاطرة منخفضة هي: الكويت، الإمارات، سلطنة عمان.

- ثمانية دول عربية في درجة مخاطرة منخفضة هي: البحرين، السعودية، ليبيا، تونس، المغرب، سوريا، الأردن، قطر.

- ثلاثة دول عربية في درجة مخاطر معتدلة هي: مصر، اليمن، الجزائر

- دولتان عربيتان في درجة مخاطرة مرتفعة هي: السودان، لبنان

- دولتان عربيتان في درجة مخاطرة مرتفعة جدا هي: العراق، الصومال.

2- تحليل المؤشرات الاقتصادية لمناخ الاستثمار في الدول العربية:

بناء على ما تقدم ومن تحليل المؤشرات الدولية المشار إليها أعلاه يمكن القول "أن مناخ الاستثمار تشتمل على مجموعة من القوانين، والسياسات والمؤسسات، والخصائص الهيكلية المحلية والاقتصادية والسياسية والاجتماعية، التي توفر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوصية استثماراته إلى بلد دون آخر، وتؤدي العوامل الاقتصادية دور محوريا في تكوين المناخ الاستثماري ومن أهم تلك العوامل القوانين الاستثمارية ومدى استقرارها والسياسات الاقتصادية الكلية، والأهمية النسبية للقطاعين العام والخاص في النظام الاقتصادي، ومدى توفر عناصر الإنتاج وأسعارها النسبية وجم السوق المحلي والقدرة التصديرية. (1)

وسوف نحاول تحليل المؤشرات الاقتصادية الآتية لمناخ الاستثمار في الدول العربية:

2-1- النمو الاقتصادي:

غالبا ما يستخدم هذا المؤشر للدلالة على مستويات التطور الاقتصادي من جهة ثانية، وبما ينطوي عليه ذلك من إمكانيات على تحقيق تقدم مستمر في مستوى الإنتاج والإنتاجية، كما يعد مؤشر النمو الاقتصادي أحد أهم المؤشرات التي يستخدمها المستثمرون في اتخاذ قرارهم الاستثماري. (2)

جدول رقم (03): معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي (%) للدول العربية.

القطر	2000	2001	2003	2004
تونس	4.7	5.2	5.6	5.8
الجزائر	2.0	2.0	6.8	5.2
السعودية	5.2	2.2	7.5	5.3
الكويت	1.7	2.1	9.7	7.2
مصر	5.1	9.4	3.1	4.1
المغرب	6.9	6.5	5.2	3.5

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، 2004 ، ص 164.

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 14.

من خلال الجدول أعلاه يشير مؤشر النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي عن ارتفاع المؤشر في كل من الجزائر، تونس، السعودية، الكويت، كما تراجع في كل من مصر و المغرب ، وربما يرجع هذا التطور إلى جهود الإصلاح الاقتصادي و الهيكلي التي بادرت الدول العربية في تطبيقها خلال فترات 2000، 2001، 2003، 2004، بهدف المحافظة

(1)

(فلاح حسين خلف، مرجع سبق ذكره، ص ص 07، 08 .

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002 ، ص 164 .

على توازنات الاقتصاد الكلي و توسيع دور القطاع الخاص و الأجنبي في النشاط الاقتصادي ،و التوجه نحو الاعتماد على آليات السوق لتحسين القدرة التنافسية ،و تحقيق معدلات نمو حقيقية قابلة للاستمرار.

2-2- فائض أو عجز الميزانية (التوازن الداخلي):

يشكل التوازن الداخلي مقاساً يوضع فائض أو عجز الميزانية العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال عام 2004 تحسناً إذ حافظت ثمانية دول عربية من أصل 17 دولة عربية توافرت عنها البيانات من مصادر قطرية ودولية على فائض في الموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلي على الترتيب السعودية ،الكويت .
ومن جهة أخرى انخفض عجز الموازنة في المغرب ومصر و تونس، بينما تحول عجز الميزانية إلى فائض في الجزائر.⁽¹⁾ والجدول أدناه يوضح كلما سبق ذكره .

جدول رقم (04): مؤشر سياسة فائض أو عجز الميزانية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

القطر	2000	2001	2003	2004
تونس	2.37-	2.43-	3.18	2.56
الجزائر	9.78	4.05	3.53	4.66
السعودية	4.46	3.86-	4.52	11.49
الكويت	11.26	22.12	24.4	23.7
مصر	3.90-	5.84-	2.38	2.33
المغرب	5.94-	2.74-	3.7	3.1

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، 2004 ، ص 165.

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 15.

2-3- مؤشر سياسة التوازن الخارجي:

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002 ، ص 15 .

عادة ما يتم اللجوء إلى استخدام نسبة العجز الخارجي كمؤشر يعبر عن سياسة التوازن الخارجي، ويقاس هذا المؤشر باستخدام نسبة العجز أو الفائض في الحساب الجاري في ميزان المدفوعات إلى الناتج المحلي الإجمالي، والذي لا يعكس المعاملات الخارجية في الميزان التجاري للصادرات والواردات فحسب بل يعكس أيضا حصيلة موقف ميزان الخدمات، والذي تشتمل على التحويلات والفوائد والأرباح والتوزيعات، وتعد هذه النسبة أحد أهم مؤشرات الاستقرار الاقتصادي الكلي واتجاهها نحو الانخفاض يشير إلى نجاح السياسات في تحقيق هدف الاستقرار الاقتصادي.

بالنسبة للدول العربية تمكنت تسعة منها من الاستمرار من تحقيق فائض في الحساب الجاري، وارتفعت نسبة الفائض في السعودية، الكويت ومصر، بينما انخفض الفائض في تونس، وشهدت المغرب تحول من العجز إلى الفائض.⁽¹⁾

والجدول أدناه يوضح ما سبق ذكره.

جدول رقم(05): مؤشر سياسة التوازن الخارجي

القطر	2000	2001	2003	2004
تونس	2.4-	2.4-	3.00	2.1
الجزائر	16.5	13.7	13.08	11.4
السعودية	7.6	7.8	13.19	20.77
الكويت	41.0	26.1	12.10	17.5
مصر	0.8-	0.3-	2.8	4.86
المغرب	1.4-	4.9	3.6	1.2

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير 2004، ص 166.

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 323.

4-2- مؤشر السياسة النقدية:

عادة ما يتم اللجوء إلى استخدام معدل التضخم لمؤشر يعبر عن السياسة النقدية، ويمكن ترجمته كأحد مؤشرات التوازن الداخلي في مقابلة تامة لعجز في الموازنة العامة ومعدل النمو في الكتلة النقدية، ويؤدي الارتفاع في معدل التضخم إلى إفساد المناخ الاستثماري من خلال تدني الثقة بالعملة الوطنية وما يتبع ذلك من تأثيرات مباشرة على سياسات التسعير وتكاليف الإنتاج ورأس المال.

كما ينظر إليه أحيانا باعتباره مؤشر لدرجة الاستقرار السياسي خصوصا في الأقطار التي تعاني من معدلات مرتفعة من التضخم، الأمر الذي سيساعد على انتشار ظاهرة الدولار Dollarization حيث تحل العملة الأجنبية وتحيد الدولار محل العملة الوطنية كوسيط المبادلة ومخزن للقيمة، وسينعكس ذلك بشكل لارتفاع معدلات هروب المدخرات المحلية إلى الخارج، كما يؤدي التضخم إلى تسوية النمط الاستثماري

⁽¹⁾ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 323.

حيث يتوجه المستثمر إلى الأنشطة ذات الأجل القصير أو المضاربة في العقارات أو المعادن النفيسة، وينعقد عن الاستثمارات المنتجة التي تتطلب آفاقا بعيدة المدى.⁽¹⁾

وقد سجل معدل التضخم في الدول العربية ارتفاعا عام 2003 في تونس، الجزائر، مصر، المغرب، بينما شهدت دولتان عربيتان انخفاضا في معدل التضخم هما السعودية والكويت

جدول رقم (06): مؤشر السياسة النقدية (التضخم).

القطر	2000	2001	2003	2004
تونس	2.9	1.9	2.7	3.6
الجزائر	03	4.2	2.59	3.56
السعودية	0.6-	0.8-	0.6	0.2
الكويت	1.8	1.7	1.4	1.2
مصر	2.7	2.2	4	11.1
المغرب	1.9	0.6	1.5	2

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير 2004، ص 167.

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 15.

¹

(صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002 ، ص 15 .

2-5-أسعار الصرف:

شهدت معظم أسعار صرف العملات المحلية للدول العربية استقرار مقابل الدولار الأمريكي وهو الأمر الذي يعتبر عاملاً إيجابياً لتعزيز مناخ الاستثمار في الدول العربية، وشهدت عدد من عملات الدول العربية تراوح طفيفاً مقابل الدولار بنسبة تقل عن 2% على سبيل المثال تونس⁽¹⁾.

جدول رقم (07): أسعار صرف في الدول العربية 2003-2006.

سعر الصرف عدد وحدات العملة المحلية مقابل واحد دولار				العملة	الدولة
2006	2005	2004	2003		
1.2971	13631	1.30	1.28	دينار	تونس
71.1580	73.3800	72.50	77.37	دينار	الجزائر
3.7450	3.7450	3.75	3.75	ريال	السعودية
0.2891	0.2947	0.298	0.304	دينار	الكويت
5.7036	5.7322	6.19	6.03	جنيه	مصر
8.4570	9.2490	8.866	9.0573	درهم	المغرب

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير 2004، ص 168.

- إحصائيات صندوق النقد العربي، 2005 و 2006، ص 01.

المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية على اقتصاديات الدول العربية**1- تحليل مقارنة لتأثيرات الأزمة المالية العالمية على الاقتصادات العربية:**

¹⁾

(إحصائيات صندوق النقد العربي، 2005-2006، ص 01 .

تعرضت الاقتصادات العربية إلى الأزمة المالية العالمية وما ترتب عنها من ركود في اقتصادات غالبية الدول المتقدمة والنامية خلال 2008 و2009. ولقد تباينه القنوات الرئيسية التي امتدت تأثيرات الأزمة من خلالها إلى الدول العربية، وذلك بحسب طبيعة اقتصادها ودرجة انفتاحها وارتباطها بالاقتصاد العالمي. ويمكن تصنيف الدول العربية إلى ثلاثة مجموعات (1).

1-1 دول المجموعة الأولى:

وهي دول مجلس التعاون الخليجي، التي تتسم بأنظمة مالية وتجارية منفتحة وذات انكشاف عال على الأسواق المالية العالمية، فارتباطها الوثيق بكل من النظام المالي العام وبالأسواق العالمية للسلع كانت القنوات الرئيسية لامتداد الأزمة العالمية إلى اقتصاداتها.

شكلت العوامل المالية المتعلقة بالانكشاف على أسواق المال العالمية أهم قنوات امتداد الأزمة إلى اقتصادات دول المجموعة، قبل الأزمة شهدت طفرة في الموارد المالية الناجمة في الإيرادات النفطية والتدفقات الرأسمالية الأجنبية لتمويل المشاريع الكبرى، بالإضافة إلى التوسع في الائتمان المصرفي والمقدم للقطاع الخاص. ومع تفاقم الأزمة المالية في الدول المتقدمة والتراجع الحاد لأسعار النفط، تقلصت الفوائض المالية لدول المجلس كما تقلصت أيضا السيولة النقدية للقطاع المصرفي وقطاع الأعمال.

ولقد تزامنت هذه الأوضاع مع شح السيولة في الأسواق العالمية، الأمر الذي أدى بدول المجلس إلى تقليل الاعتماد على التمويل الخارجي للمشاريع الكبرى، إضافة إلى أن العديد من القروض المستحقة للمؤسسات المالية العالمية كانت بحاجة إلى إعادة التمويل مما أدى إلى تعرض عدد من شركات قطاع العام والخاص لمخاطرة إعادة جدولة الدين وزيادة تكلفة التمويل وتراجع الاستثمارات في تمويل المشاريع العقارية وشراء العقارات، مما دفع المصارف إلى التشدد في شروط الإقراض، مما أدى إلى تراجع نمو الائتمان المصرفي بصورة حادة ولتراجع النمو في القطاعات غير نفطية وقطاعات الأعمال وتأكد ذلك من خلال تراجع كتلة النقود.

وتجلت انعكاسات الأزمة في إفلاس بنك الاستثمار، حيث نراجع مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية، وجاء الأثر جليا في أسواق الوراق المالية لدول المجلس، كما تعرضت مؤشرات أسواق الأسهم الخليجية للتقلبات وأصبحت عدوى أسواق الأسهم الخليجية بالأزمة العالمية ظاهرة بصورة واضحة.

كما قامت السلطات النقدية في دول المجلس بإتاحة تسهيلات وقروض للمصارف، بالإضافة إلى إعادة الثقة في سوق الأوراق المالية، هذا وبالإضافة إلى قيام السلطات النقدية في دول المجلس بتيسير استخدام أدوات السياسة النقدية لتعزيز السيولة في القطاع المصرفي من خلال تخفيض نسب الاحتياطي الإلزامي، كذلك قام عدد آخر من دول المجلس بدعم الإنفاق على مشاريع البنية التحتية لحفز الطلب الكلي و الذي ساهم بدوره في دعم النمو الذي تحقق في القطاع الغير نفطي، وإن كان أقل مما حققه في الأعوام السابقة (2).

1-2 دول المجموعة الثانية:

(عبد النبي إسماعيل الطوخي، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القاندة، كلية التجارة، جامعة أسبوط، مصر، 2008، ص 17)
(صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصادات الدول العربية، 2009، ص ص 207-211 .

تعتبر أسواق المال المحلية فيها غير مرتبطة ارتباطاً مباشراً بالأسواق العالمية، إلا أن اقتصاداتها تعتمد على الإيرادات النفطية.

لم يتأثر القطاع المصرفي و المالي المحلي فيها بتداعيات الأزمة المالية العالمية لكونه أكثر انغلاقاً وغير مرتبط بالنظام المصرفي و المالي العالمي بصورة مباشرة حيث لم يتعرض سوق الأوراق المالية لدول المجموعة للتقلبات في القيمة السوقية نظراً لصغر حجم التداول و قلة عدد الشركات المدرجة فيها، بالإضافة إلى انغلاقها أمام المستثمر الأجنبي.

إلا أن اقتصادات دول المجموعة تأثرت من جراء انخفاض الطلب على النفط و الناجم عن الركود في الاقتصاد العالمي من جراء الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى ذلك فقد قامت كل من الجزائر و ليبيا العضوين في منظمة الأوبك، بخفض حصصها الإنتاجية، و نتيجة لتلك العوامل تراجع حجم الصادرات النفطية. وفي جانب آخر شهدت اقتصادات دول المجموعة نموا ملحوظا في نشاط القطاع غير النفطي، فبالنسبة للجزائر جاءت نسب النمو جيدة للقطاع غير النفطي، وكذلك استمرار الإنفاق العام بمستويات عالية، فضلا عن تراكم الفوائض النفطية قبل بروز الأزمة.⁽¹⁾

1-3- دول المجموعة الثالثة:

هي دول يعتمد القطاع المصرفي و المالي فيها على موارد الإقراض المحلي، وبالتالي لا تتأثر اقتصاداتها بصورة مباشرة بالتقلبات في أسواق المال العالمية، غير أن الصدمات الخارجية تنتقل إلى اقتصاداتها من خلال ارتباطها التجاري الوثيق بأسواق الدول المتقدمة.

قد أدى الانكشاف على أسواق المال العالمية للقطاع المصرفي و المالي في دول المجموعة إلى تقليل تأثيرات الأزمة المالية العالمية المباشرة على هذه الدول، غير أن ارتباط اقتصادات دول المجموعة بالنشاط الاقتصادي و الطلب في الدول المتقدمة كان له الأثر السلبي على صادرات دول المجموعة و على تدفق الاستثمار.

وحتى قبل اندلاع الأزمة لم تتأثر أسواق الأوراق المالية لدول المجموعة بالتقلبات التي شهدتها أسواق الأسهم العالمية، لان غالبية المستثمرين في أسواق الأسهم هم أفراد من دول المجموعة مع تواجد محدود للاستثمار

الأجنبي في الأسواق ذات السيولة المرتفعة، غير أن التطورات التي شهدتها أسواق الأسهم العالمية منذ تفاقم الأزمة أثرت سلباً على أسواق الأسهم لعدد من دول المجموعة بسبب التقلبات الحاصلة في الأسواق الدولية. أما في جانب التمويل الخارجي، وفي ضوء شح السيولة العالمية و ما ترتب عنها فقد تمكن عدد من دول المجموعة من تمويل الموازنة من المصادر المالية في السوق المحلية، حيث سجلت السيولة النقدية معدلات نمو عالية نسبياً، وفي ضوء الإصلاحات الهيكلية في القطاع المصرفي التي طبقتها دول المجموعة، تمكن القطاع المصرفي من تحقيق أداء جيد قبل الأزمة من خلال رفع كفاية رأسمال المرجح بالمخاطر عليها، و خفض متوسط نسبة القروض غير المنتظمة، و قام القطاع المصرفي بإلغاء العديد من القروض المعدومة، مما أدى إلى تحسين كفاءة و ربحية القطاع المصرفي، و بوجه عام لم يتأثر أداء القطاع المصرفي في دول المجموعة بالأزمة خلال 2008 و 2009.⁽²⁾

2- الأزمة العالمية و الارتباط البيئي للاقتصادات العربية :

(عبد الوهاب بوكروخ و آخرون، خبراء اقتصاديون يحذرون استمرار الأزمة سيلحق أضرار جسيمة بالاقتصاد الجزائري، ندوة الشروق اليومي حول الأزمة المالية العالمية، 05-10-2008، ص ص 03،04 .
(2) سلمان العلي، قراءة في الأزمة المالية العالمية وأثرها على آفاق التنمية الاقتصادية في سورية، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2008-2009، ص ص 06-08 .

أظهرت الأزمة العالمية وجود ارتباط للاقتصادات العربية ببعضها البعض، حيث أن عددا من دول المجموعة الثالثة ترتبط اقتصاداتها بصورة وثيقة باقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، من خلال الصادرات و تحويلات العاملين و السياحة و تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. وتشير البيانات الأولية عن التجارة البينية لهذه الدول أن قيمتها لم تنخفض خلال عام 2009، غير أن قيمة تحويلات العاملين المصريين في دول مجلس التعاون، على سبيل المثال انخفضت بصورة طفيفة، أما السياحة الخليجية استمرت في نموها، و بالنسبة لدول المغرب العربي، فقد لعبت السياحة في تونس دورا هاما في إيرادات السياحة على مستواها. وتشير تداعيات الأزمة العالمية على المنطقة العربية إلى أهمية الدور الذي يمكن أن يلعبه التكامل الاقتصادي العربي لتخفيف التأثيرات السلبية للآزمات الاقتصادية العالمية على الاقتصادات العربية.⁽¹⁾

المبحث الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية

يوجد في أغلب الدول العربية أسواق الأوراق المالية، ولقد أدركت الدول العربية أهمية هذه السوق، إلا أنها تتباين من سوق لآخر، من حيث درجة التنظيم والتطور، ولقد وردت عدة تقسيمات نتيجة لهذا التباين وتم تقسيمها إلى ثلاثة مجموعات وهي :

- بورصات دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية؛
- بورصات دول العجز المالي والحرية الاقتصادية؛
- البورصات القائمة والبورصات التي هي بصدد الإنشاء وتكوين في الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية.

المطلب الأول: بورصات دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية

سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى أسواق الأوراق المالية العربية الموجودة في الاقتصاديات الحرة، والتي تتمتع بفوائض مالية وهي :

1- السوق السعودي للأوراق المالية:

شهد سوق الأسهم السعودي تطورا كبيرا، كما تؤكد مؤسسة النقد العربي السعودي، ويعتبر نظام الشركات الصادر 1965 وتعديلاته هو المصدر الوحيد الذي ينظم إصدارات الأوراق المالية المصدرة محليا على المواطنين السعوديين، باستثناء الشركات المشتركة مع مواطنين من دول الخليج.

أما السوق الثانوية فهي تخضع للقواعد التنفيذية التي صدرت 1983 والتي كان بموجبها يتم تنظيم عملية التداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية

(1) أزمة الرهن العقاري، الأزمة المالية الأكبر في التاريخ الحديث، 05-10-2008، تاريخ الاطلاع: 08-05-2010، عن الموقع: Alloushblog.wordpress.com

- 1-1 المراحل التي مر بها سوق الأسهم السعودي:** لقد مر السوق المالي السعودي بثلاث مراحل:⁽¹⁾
- المرحلة الأولى:** مرحلة البداية 1954- أوائل الثمانينات- بلغ عدد الشركات المساهمة خلال فترة 1954-1975م أربعة عشرة شركة برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال.
- حتى نهاية السبعينيات الميلادية كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري، أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة.
- مع زيادة موارد الدولة في منتصف السبعينيات ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة.
- ارتفاع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية.
- كان انهيار سوق المناخ الكويتي بالاضافة إلى النمو المفرط سببا في التفكير الجدي لوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.
- المرحلة الثانية:مرحلة التنظيم أوائل الثمانينات-2003**
- وأهم خصائص هذه المرحلة نذكر منها:
- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983م
- صدر عام 1983م مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على السوق الأسهم وعليه فقد تشكل هيكل سوق المالية السعودية.
- في عام 1984م أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميما يوضح أسلوب تداول الأسهم.
- المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية 2003-2005**
- تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 المؤرخ في 2003/07/31.
- يدير الهيئة مجلس مكون من خمسة أعضاء مقترعين يتم تعيينهم بأمر ملكي وذلك كل خمس سنوات ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط.
- باشر المجلس أعماله منذ تشكيله في 13 جمادى الأولى 1425 هـ الموافق لـ جويلية 2004م.
- وتتمثل مهام هيئة السوق المالية السعودية:
- تنظيم المشاركين وسطاء مستثمرين ومصدري أوراق مالية.
- تكوين الجهاز التنظيمي لإدارة ومتابعة السوق المالية .
- تنظيم وطرح وإدراج وتداول الأوراق المالية.
- وضع آليات المتابعة والتقاضي والتنفيذ.

- 1-2 الشروط ومتطلبات الإدراج:** أما فيما يتعلق بالشروط ومتطلبات الإدراج:⁽²⁾
- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقا لنظام الشركات السعودي.

⁽¹⁾ عبد الله بن حسن عبد القادر، السوق المالية السعودية، نشرة فصلية، 2004 .

(رمضان علي شراح، مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها و تطوره²، مجلة الأفاق الاقتصادية ، العدد 86 ، 2008 ، ص 21 .

- فيما يخص الأسهم النقدية التي يكتتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية، وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين.
- أن تقدم الشركة طلبا للإدراج مرفقا بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.

2- سوق الكويت للأوراق المالية:

تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في أوت 1972، حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداولها يوميا من أسهم ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات، وفي نوفمبر 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، وفي شهر أبريل من عام 1977 تم افتتاح سوق الكويت للأوراق المالية حيث ظل هذا السوق يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية أوت 1983.

3-1 الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية:

يتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطه وفقا لأحكام المرسوم المؤرخ 1403/05/11 هـ الموافق لـ 1983/04/18، إذ يتمتع هذا السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها وحتى التقاضي.

ويقصد بالأوراق المالية في تطبيق أحكام نفس المرسوم أسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية، والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى كويتية وغير كويتية مرخص بتداولها من لجنة السوق.

وتبين اللائحة الداخلية للسوق القواعد والأحكام التي تنظم قيد وقبول هذه الأوراق، حيث تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور من تاريخ العمل بهذا المرسوم بقرار من وزير المالية والاقتصاد بناء على اقتراح لجنة السوق، والى أن تصدر هذه اللائحة يتولى وزير المالية والاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيه، وتبين هذه اللائحة

الداخلية بوجه خاص سلطات كل من رئيس لجنة السوق ومدير السوق ونظام انعقاد لجنة السوق وإجراءات العمل بها والأغلبية اللازمة لصحة انعقادها وإصدار قراراتها.⁽¹⁾

3-2 إدارة السوق:

يتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:⁽²⁾

- مدير السوق ويكون نائبا للرئيس ومتفرغا للعمل.
 - عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
 - عضو يمثل بنك الكويت المركزي.
 - اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.
 - أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
- ويصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافأتهم، ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم

(1) قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالمهنة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، اتحاد المصارف العربية، تاريخ الاطلاع: 2011-04-12
عن الموقع: www.uabarablaws.org

(2) جازيان، سوق الكويت للأوراق المالية، 20-04-2011، عن الموقع:²
www.gazian.com/issues

بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد، وتحدد مكافأته وجميع حقوق المالية بقرار من مجلس الوزراء.

وتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة عما يلي:

- وضع القواعد التنشيطية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.
- اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.
- النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.
- وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.
- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.

كما يقدم رئيس هذه اللجنة إلى مجلس الوزراء تقديراً مفصلاً كل ثلاثة أشهر عن أعمال السوق وأوضاع المستثمرين يتضمن ما تحقق من أداء في ضوء السياسة العامة للدولة على المدى الطويل.

3-3 عضوية السوق: تشمل عضوية السوق:⁽¹⁾

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- شركات المساهمة الكويتية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها.
- وسطاء الأوراق المالية لدى السوق، وتحدد اللائحة الداخلية إجراءات قيد الوسطاء ومعاونتهم وتنظيم أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم.
- يلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم الاشتراك السنوي طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

3-4 لجنة التحكيم:

تتأسس داخل السوق لجنة تحكيم تشكل بقرار من لجنة السوق برئاسة أحد رجال القضاء يختاره مجلس القضاء الأعلى، وتكون مهمتها الفصل في جميع المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق، ويعتبر التعامل في السوق إقراراً بقبول التحكيم، ويثبت ذلك في أوراق هذه المعاملات، وتكون القرارات الصادر عن اللجنة ملزمة لطرفي النزاع، ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات التي تتبع لرفع النزاع والفصل فيه.⁽²⁾

3-5 لجنة التأديب:

يكون للسوق لجنة تأديب تتولى الفصل فيما ينسب للوسطاء والشركات المتعامل في أوراقها في السوق من مخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، وكذلك المخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق والقواعد والأصول المتعلقة بمزاولة المهنة.⁽³⁾

وتشكل هذه اللجنة بقرار من لجنة السوق ويكون لها توقيع الإجراءات التالية:

- التنبيه والإنذار.
- مصادرة أي كفالة تقررها اللائحة الداخلية.
- إيقاف التعامل بالنسبة للشركات أو وقف العمل بالنسبة للوسطاء لمدة لا تزيد عن أربع أشهر.
- شطب العضوية.

(1) المرجع نفسه.

(2) قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالمهنة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، اتحاد المصارف العربية، تاريخ الاطلاع: 2011-04-12، عن الموقع: www.uabarablaws.org

(المرجع نفسه)

3

- ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات الواجب إتباعها أمامها وكيفية إصدار قراراتها وإعلانها لذوي الشأن في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول اسمها في السوق.
- أن تلتزم الشركة بما جاء في اتفاقية الإدراج شركات مساهمة وكذا إصدار ميزانيتها نصف السنوية.
أما فيما يخص في إجراءات مقاصة والتسوية تتم في السوق عملية المقاصة والتسويات والتي تسمح للمستثمرين بتسوية حساباتهم خلال يومي عمل في أيام التداول، إذ يجب على المستثمرين أن يسددوا قيمتها وبجيب على البائعين أن يسلموا شهادات أو بطاقة الأسهم خلال هذه الفترة.

المطلب الثاني: بورصات دول العجز المالي والحرية الاقتصادية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى البورصات التي تعاني من العجز المالي في ظل الحرية الاقتصادية وتتمثل بعض هذه الأسواق في :

1- الهيئة العامة لسوق المال بمصر: مر سوق تداول الأوراق المالية بمصر بمجموعة من التطورات انعكست على النشاط الاقتصادي الذي شهدته مصر.

1-1- المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر:

ويمكن تقسيم المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر إلى أربعة مراحل رئيسية وهي:⁽¹⁾
-المرحلة الأولى: إن الظروف غير المواتية التي واجهت السوق المالي المصري منعت بروزه وازدهاره مما وقف في تعجيل نموه، فسوق الأوراق المالية المصرية يعد من أقدم الأسواق المالية، فقد تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883، تبعثها بورصة القاهرة التي تأسست 1898، وبالرغم من تكوين السماسرة في هذه الفترة للجان لتنظيم حركة التعامل في البورصة، إلا أنه لم يتم تنفيذ ذلك رسمياً عام 1907 حيث صدرت أول لائحة للبورصة في ضوء ازدياد النشاط الاقتصادي في مصر خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر، وبعد أن أصبح الجو مهياً لنشأة بورصة الأوراق المالية بدأت البورصة في مزاولة نشاطها في مقرها الحالي في 1929 .
وتلي ذلك صدور لائحة جديدة للبورصات عام 1933 بموجب مرسوم ملكي، ثم عدلت فيما بعد بمرسوم آخر في 24 أبريل 1940، ثم صدر في جويلية 1953 القانون رقم 326 بشأن التعامل في الأوراق المالية.

ونتيجة للتطور الاقتصادي الكبير في مصر في منتصف الخمسينيات تم تعديل لائحة البورصات، فصدر قانون رقم 161 لسنة 1957 باللائحة العامة للبورصات، والذي بموجبه اكتسبت للبورصات المصرية شخصية اعتبارية مع الأهلية لتقاضي، وكذلك أوجد هذا القانون نوعاً من الرقابة الحكومية على هذه البورصات لضمان حسن سير العمل فيها.

-المرحلة الثانية: شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الأحداث التي أثرت سلباً على سوق الأوراق المالية وتتمثل أهم هذه التطورات خلال هذه المرحلة بما يلي:

- تدخل الدولة في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين والذي أدى إلى انكماش سوق التداول بسبب ضعف العائد بالإضافة إلى تحويل بعض الأسهم إلى سندات على الدولة.
- اشتراك العمال في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة.
- تخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة.

(صندوق النقد العربي، تقرير خاص بقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية عدد خاص، الأسواق العربية المشاركة في قاعدة البيانات نشأتها) و تطورها، الفرييل 1999 ، ص ص 67-70 .

- إجراءات التأميم التي اتخذت بدأ من عام 1960، وأدت هذه التطورات إلى انخفاض حجم التعامل بالسوق الأوراق المالية من 626 مليون جنيه عام 1962 إلى 5.2 مليون جنيه عام 1972.

-المرحلة الثالثة: يمكن تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين رئيسيتين:

1973- 1982: صدرت خلال هذه الفترة مجموعة من القوانين والقرارات التي تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر وهي:

- قانون 43 لسنة 1974 بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق.

- قانون 157 لسنة 1981 الخاص بالضرائب.

- قانون 121 لسنة 1981 بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات.

- قانون رقم 159 لسنة 1981 بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية.

1983 - 1991: شهدت هذه المرحلة بداية انطلاق سوق التداول المصرية، كما صدر قانون تعديل اللائحة العامة للبورصات رقم 121 لسنة 1986، كما شهدت هذه المرحلة إنشاء هيئة سوق المال التي تعمل على إشراف وتطبيق القوانين إلى جانب هيئة الاستثمار.

-المرحلة الرابعة: صدر في هذه المرحلة القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال والذي استهدف توفير المقومات الرئيسية لتنشيط وتنمية سوق رأس المال، كما تم استحداث أنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية وهي: (1)

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس الشركات.
- رأس المال المخاطر.
- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.
- صناديق الاستثمار والسمسرة.

ويعد القانون رقم 95 لسنة 1992 نقطة تحول في تاريخ الهيئة العامة لسوق المال، وقد جدد القرار الجمهوري رقم 502 لسنة 1979 أهم اختصاصاتها في تهيئة المناخ الملائم لإيجاد سوق رأس مال قوية وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

وما تجدر إليه الإشارة أن بورصتنا الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من أقدم البورصات التي أنشأت في العالم، إلا أن البداية الحقيقية لنشاط البورصتين بعد فترة ركود طويلة كانت مع تبني الدولة لبرنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية، وتوحدت البورصتان تحت قيادة واحدة للتداول، وتم الربط بينها من خلال شبكة معلومات إلكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين.

1-2 الإطار التنظيمي للبورصة المصرية: وتتكون من ما يلي: (2)

(هالة حلمي سعيد و آخرون، تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية، دراسة معدة بتكليف من الهيئة العامة لسوق المال المصرية، سبتمبر 2001، ص 37.

(محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق،الدار الجامعية،مصر، 2002، ص ص 146،147.

- **لجنة البورصة:** تشكل من 17 عضو، 9 من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنظمين، وثلاثة يعينهم وزير الاقتصاد لمدة سنتين، ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، تحديد حد أعلى وحد أدنى للأسعار الأوراق المالية.

- **الجمعية العامة:** وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.

- ويضاف إلى هذه الأجهزة كل من اللجنة العليا للبورصات، هيئة التحكيم لمجلس التأديب ومنوب الحكومة.

2- بورصة الدار البيضاء: يتم التعرف على بورصة الدار البيضاء من خلال :

2-1 نشأة بورصة الدار البيضاء:

منذ إنشائها سنة 1929 مرت بورصة الدار البيضاء بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة، حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية، وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967 حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية، ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف، كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له، كما لا يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباةة إلى بنك المغرب والجدير بالذكر أنه لا يسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج⁽¹⁾.

2-2 الإصلاحات التي عرفتها بورصة الدار البيضاء:

عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات⁽²⁾، إذ منح الإصلاح الأول الذي جاء سنة 1948 شخصية معنوية لبورصة القيم، أما الإصلاح الثاني الذي جاء سنة 1967 فقد مكنها من إعادة تنظيمها قانونيا وتقنيا وتحديد معاملها كمؤسسة عمومية.

ومنذ 1993 أعطى إصدار مجموعة من النصوص القانونية تم بموجبها إصلاح السوق المالية لبورصة الدار البيضاء الإطار التنظيمي والتقني الضروري لانبعاثها.

- إنشاء مجلس القيم المنقولة جويلية 1994 كما تم في أكتوبر من نفس السنة الترخيص لـ 12 شركة من شركات البورصة للعمل كوسطاء.

- إنشاء الجمعية المهنية لشركات البورصة في فيفري 1995، وفي أوت من نفس السنة تم إنشاء شركة بورصة القيم للدار البيضاء، وفي نوفمبر من نفس السنة ثم إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

- تم إدماج بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابع لشركة المالية IFC وذلك بنسبة 0.75% وذلك في سبتمبر من عام 1996 .

- انطلاق النظام الإلكتروني للتسعير بالنسبة للقيم المتداولة في مارس 1997، تعميم التسعير الإلكتروني على جميع قيم قسم الأسهم وذلك جوان 1998.

- تم انطلاق بورصة الدار البيضاء على شبكة الأنترنت في سبتمبر 1999.

- يبني بورصة الدار البيضاء لبنية شركة مساهمة بمجلس رقابة ومجلس إدارة جماعية طبقا للقانون الجديد المتعلق بشركات المساهمة ونظام الأساسي لبورصة الدار البيضاء، وذلك في ديسمبر 2000.

3- بورصة تونس:

(الهندي خليل أنطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، الجزء الثاني، 2000، ص 251.)¹
(صندوق النقد العربي، التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء، 2002، ص 7-9.)²

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988، وبدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989، وتتميز بالفصل بين الدورين الرقابي والتنفيذي.

3-1 الهيئات المنظمة لبورصة تونس: الهيئات المنظمة للسوق هي: (1)

- **مجلس سوق المالية:** وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويتكون المجلس من 09 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من وسطاء وشركات استثمار ومستثمرين، وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين.

- **بورصة القيم المتداولة:** وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:

- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصية.
- إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة.
- اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة تقدم لمجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أو لتعديلها إذا استدعت الضرورة لذلك.
- **الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية:** هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين، وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي، ويتم دفع قيمة الصفقة فوراً مع التسليم الفوري للأوراق المالية محل التبادل.

3-2 شروط الإدراج في البورصة: يستلزم جملة من الشروط للإدراج في بورصة تونس وهي: (2)

- وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و300 مساهم على مستوى السوق الثانوية.
- أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الأقل قبل الإدراج.
- تحقيق أرباح صافية لسنتين الأخرويتين من الإدراج.
- الالتزام بطرح 20% من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة.
- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

3-4 مميزات الاستثمار في بورصة تونس: يتميز بمايلي: (3)

- يتميز الاستثمار في هذه البورصة بوجود عدة أنواع من الأدوات المالية القابلة لتداول كالأسهم، السندات العادية، السندات القابلة لتحويل إلى أسهم، شهادات الاستثمار دون حق التصويت.

(1) صلاح الدين حسن السبيسي، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم 116، 117، 2003، ص ص 116، 117.

(2) شليخي بلال، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، دورية مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والدراسات 124، ص 124.

(3)

(المرجع نفسه، ص 124 .)

- يحق للمستثمر الأجنبي حيازة 49% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة.
- حرية تحويل الأرباح وانتقالها -الناجمة من التعامل في البورصة-.
- الحصول على الإعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات وعلى عوائد الأوراق المالية.
- عندما يتحصل المساهم على 5% من حصص رأس المال يجب الإبلاغ وضرورة الموافقة من قبل مجلس السوق المالية والشركة المصدرة.

المطلب الثالث: البورصات القائمة والبورصات التي هي بصدد الإنشاء والتكوين في الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية

يتم تناول في هذا المطلب البورصات العربية الموجودة في اقتصاد يغلب فيه القطاع العام الدور الأساسي في عملية التنمية مثل الجزائر، وهي بورصة قائمة منذ 1993.

1- بورصة الجزائر:

1-1-نشأة بورصة الجزائر:

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأسمال المؤسسات العمومية الاجتماعي، والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة ،وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 ، ومنه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم.

وبالرغم من الصعوبات التي اعترضت انطلاقها، إلا انه قد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25-04-1993 المتمم و المعدل لأمر المتضمن قانون التجارة و المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم و مراقبة البورصة و عملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة⁽¹⁾

1-2 الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر: تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما:⁽²⁾

(المرسوم التشريعي رقم 93 – 08 المؤرخ في 25 افريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 75 – 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 ¹ المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 افريل 1993 .
(نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 96 – 03 المؤرخ في 03 جوان 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات²)

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.

- شركة تسيير القيم المنقولة SGBVM وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة، ولا يصبح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة.

ومن بين مهامها:

1-2-1-الوظيفة القانونية:

- تقوم هذه اللجنة بتنظيم سير السوق القيم المنقولة بسن تقنيات لهم بما يأتي على الخصوص.
- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماده الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
- قبول القيم المنقولة لتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها.
- العروض العمومية للشراء القيم المنقولة.
- تنظيم عمليات المقاصة.

1-2-2-وظيفة المراقبة والرقابة:

تتأكد هذه اللجنة من أن الشركات المقبول تداول قيمها في السوق المالية وتتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها في مجال القيم المنقولة، وعقد الجمعيات العامة وتشكيل أجهزة الإدارة والرقابة، وعمليات نشر قانونية.

1-2-3-الوظيفة التأديبية والتحكيمية:

فهي المؤهلة COSOB لمعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصة، وتحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.

1-3-3- شروط الإدراج في بورصة الجزائر: يمكن التمييز بين:⁽¹⁾**1-3-1- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي:**

البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادرة بتاريخ 01 جوان 1997.
(زيدان محمد ونورين بومدين، دورا لسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر- المعوقات و الأفاق، ملتقى دولي حول ¹ سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة محمد خبزر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص ص 06-08.

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم.
 - لا بد من تحديد قيمة كل سهم.
 - القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.
 - الأسهم المعروضة الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.
 - القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.
- 1-3-2 شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:**
- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.
 - إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.
 - نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
 - تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
 - أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.
 - إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.
 - تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.
 - أن تقدم دليلاً عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

المبحث الثالث: تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000-2009

تماشياً مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي خاصة في مجال أسواق الأوراق المالية، تسعى الأسواق العربية إلى مواكبة هذه التطور من جميع الجوانب، فعملت منذ نشأتها على تكييف أطرها القانونية والتشريعية مع مستجدات الساعة المالية الدولية، خاصة بعد إدراكها للدور التي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها في مجالات استثمار متعددة وكذا توفير طريقة جديدة للتمويل، لذا عملت الدول العربية على خلق سوق جذاب للفوائض المالية، أما في ذلك من دور في زيادة نشاط هذه الأسواق وتحسين أدائها من سنة إلى أخرى.

المطلب الأول: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000-2009

نظراً لسلسلة وحركة إصلاحات التي عرفتها الدول العربية في مجال أسواق الأوراق المالية شهدت هذه الأخيرة تطورات عديدة وهذا خلال الفترة 2000-2010.

1- تطورات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2000 :

وقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية سنة 2000 تطورات على عدة مستويات هي: (1)

1-1- التطورات التشريعية والتنظيمية:

- في مصر تم إعداد مشروع قانون جديد لسوق أوراق المالية أكثر شمولية من القانون السابق يهدف إلى إعادة تنظيم مؤسسات السوق وتعزيز الشفافية وتوفير المزيد من الحماية والثقة المتعاملين.

(صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص ص 241، 240.)¹

- في السعودية تعمل السلطات على تنظيم نشاط تداول الأوراق المالية القائم حالياً عبر شبكة المصاريف التجارية عبر إحداه 03 مؤسسات وهي: هيئة للرقابة، البورصة، ومركز للتسوية، بالإضافة إلى تنظيم نشاط الوساطة.
- في الكويت أقرت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية خلال هذا العام إنشاء السوق الموازي بهدف تشجيع الشركات الصغيرة والجديدة على الإدراج كما وضعت عدد من المعايير والضوابط لنظام بيع الأجل.

1-2- تحديث أنظمة التداول:

- في الكويت أقرت مشروع الوساطة الالكترونية التي تتم من خلال وحدات متخصصة لدى شركات الوساطة.
- في مصر تم إدخال خدمة التداول عن بعد بشكل اختياري لشركات الوساطة.

1-3- أنظمة التسوية والحفظ المركزي:

- في الأردن بدأ مركز إيداع الأوراق المالية بتنفيذ المرحلة التجريبية للنظام الالكتروني لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المسمى بنظام الإكيوتير، والجدير بالذكر أن هذا النظام يستخدم في كل من السعودية مصر الإمارات البحرين، قطر وفلسطين.

2- تطورات أسواق الأوراق المالية خلال عام 2001:

عرفت أسواق الأوراق المالية العربية التطورات التالية خلال عام 2001: (1)

2-1- الإطار التشريعي والتنظيمي:

- في السعودية تم ترخيص لشركات الوساطة غير المصرفية بالعمل إلى جانب الوسطاء المعتمدين في البورصة.
- في تونس أدخل مجلس إدارة البورصة بعض التعديلات عن نسب العمولات سارية المفعول.
- في مصر انتهت هيئة سوق المال من إعداد الأدلة الإرشادية وذلك لتؤكد من مدى الالتزام الشركات المدرجة في البورصة بمتطلبات العرض والإفصاح، ونشر القوائم المالية على أسس المعايير المحاسبية المصرية والدولية.

2-2- أنظمة التداول:

- في السعودية أدخل سوق الأسهم السعودي نظام جديد لتداول الأسهم يعرف باسم نظام تداول ومن خلال هذا النظام تقوم وحدات التداول تابعة للبنوك بإلغاء الإشعارات وتحويل كافة أسهم المستثمرين إلى حسابات يمكن من خلالها إجراء عملية البيع والشراء.
- في مصر تم استخدام نشاط التوريق العقاري مما أدى إلى بروز أدوات مالية جديدة أطلق عليها اسم سندات التوريق، وتم إضافة نشاط توريق الحقوق المالية إلى نشاط الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

2-3- مجال الخصوصية:

- في تونس قررت السلطات المختصة عرض 10 شركات للبيع كما قررت فتح قطاع الاتصالات للقطاع الخاص.
- في الكويت باعت الهيئة العامة للاستثمار أسهم الشركة للاتصالات عبر الاكتتاب العام.
- في المملكة العربية السعودية تحولت أكثر من عشرة شركات من شركات عائلية إلى شركات مساهمة عامة وأصبحت مؤهلة لطرح أسهمها للاكتتاب العام في سوق الأسهم السعودية.

(صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص ص 118-122.)¹

- في مصر بلغت قيمة أسهم الشركات التي تمت خوصصتها من خلال سوق الأوراق المالية حوالي 3.146 مليون دولار، كما استمرت الحكومة المصرية في تنفيذ برنامجها الرامي إلى إعادة هيكلة الشركات الخاسرة من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح.

- في المغرب واصلت السلطات المعنية جهودها الرامية إلى خوصصة قطاعات الاتصالات والنقل والمياه والمصاريف، وقد تم في هذا الإطار بيع بعض الفنادق كما أقدمت بعض المصاريف التجارية الأجنبية مثل مصرف باريبا BARIBA على شراء أسهم في البنك المغربي للتجارة والصناعة لتصل حصته إلى 51.5% من رأس المال المصرف.

3- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002:

خلال عام 2002 سجلت أسواق الأوراق المالية العربية التطورات الآتية: (1)

3-1- الإطار التشريعي والتنظيمي:

- في مصر تم إدخال بعض التعديلات على قانون الشركات التجارية تتعلق بعضوية مجالس إدارة الشركات وصلاحيات وزير التجارة والصناعة في إصدار قواعد وشروط انتخاب أعضائها، وتعيين مراقب داخلي ومستشار قانوني وفقا للضوابط التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال.

3-2- أنظمة التداول والمقاصة والتسوية:

في هذا المجال بدأت في مصر الهيئة العامة في سوق المال بتطبيق القواعد الجديدة للقيود والشطب الأوراق المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية، والتي تتماشى مع معايير المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على سوق المال، ألزمت هذه القواعد جميع الشركات المدرجة في البورصة بضرورة توفيق أوضاعها وفقا لهذه القواعد خلال سنة من بدأ العمل.

3-3- مجال الخوصصة:

- في تونس باعت السلطات التونسية 52% من رأس المال مصرف UIB إلى المصرف الفرنسي SOCOLE GENERALE بمبلغ 102.7 مليون دينار كما وافقت السلطات على بيع 50% من رأس المال شركة أوراسكوم التونسية إلى الشركة الكويتية الوطنية للاتصالات بمبلغ 113.4 مليون دولار، وبيع 35% من رأس المال بنك الجنوب والذي تمتلك فيه الأغلبية.

- في السعودية أعلن مجلس الوزراء عن تفاصيل الموافقة على إجراء أكبر عملية اكتتاب في الأسهم ستنتم في المملكة منذ أكثر من 15 عام تتمثل في بيع 30% من أسهم شركة الاتصالات السعودية للقطاع الخاص. وقرر المجلس أن يكون نصيب المواطنين الاعتياديين 20% على الأقل وأن تتوزع 10% الباقية بالتساوي بين مصلحة معاشات التقاعد ومؤسسة التأمينات الاجتماعية.

- في مصر تمت الموافقة على مشروع قانون بفتح الطريق أمام خوصصة قطاع الاتصالات وينتهي احتكار الدولة لعدد من الخدمات في هذا القطاع، ويعرض امتيازات كبيرة على القطاع الخاص وتسمح له بمضاعفة الاستثمار فيه.

- في المغرب قررت السلطات خوصصة قطاع الهاتف العادي كما منحت تفويضا لمصرف CREDIT LYONAIS الفرنسي للإشراف على بيع الشركة الوطنية للتبغ.

4- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية لعام 2003 :

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص ص 13-17.

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورات خلال عام 2003 خاصة في مجال كما الخوصصة في تونس حيث أعربت السلطات قائمة تظم 21 شركة مرشحة للخوصصة من بينها 4 فنادق.⁽¹⁾

5-تطورات أسواق الأوراق المالية العربية في السنوات الستة الأخيرة:

شهدت أسواق الأوراق المالية في الستة السنوات الأخيرة عدة تطورات خاصة في عامي 2008-2009 تأثرا بالأزمة العالمية -أزمة الرهن العقاري-،ومن بينها نذكر:

5-1-التطورات المالية: و نوجز أهمها في:(2)

-تراجع الإيرادات العامة بشكل كبير في معظم الدول النفطية العربية و تحديدا السعودية والجزائر.
-ارتفاع الإيرادات العامة في الكويت و مصر و انخفضت في المغرب و تونس.
-ارتفاع نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي في عام 2008 و 2009 في السعودية و الكويت.
-تراجع الوضع الكلي للموازنة العامة المجمعدة للدول العربية بعد سنوات من تحقيق فائض كلية مرتفعة خلال 2008 و 2009 بحيث قدر الفائض الكلي إلى الناتج المحلي الإجمالي في 2006 (11.3%)، 2007 (7.5%)، 2008 (13.0%)، أما 2009 (0.1%).

5-2-التطورات النقدية و المصرفية: و نوجز أهمها فيمالي:(3)

-في تونس تم العمل على تنشيط الإقراض من خلال خفض أسعار الفائدة و اعتماد تسهيلات جديدة للإيداع و الاقتراض.

-في السعودية قد تم تخفيض معدلات العائد على اتفاقية إعادة الشراء المعاكس.

-في الكويت خفضت أسعار الفائدة على القروض و سعر الخصم.

-في مصر تم تطبيق تخفيضات متتالية لسعر الإقراض و الخصم ليصل إلى 8.5 %.

-جاءت نتائج أداء القطاع المصرفي جيدة نسبيا في 2009 و إن كانت أقل من نتائج السنوات السابقة.

-معدلات النمو في الودائع المصرفية في 2009 كانت أقل من المعدلات المحققة في السنوات السابقة.

-تحسن على صعيد تدعيم القواعد الرأسمالية للمصارف العربية و تطور استخدام البطاقة المصرفية الالكترونية.

المطلب الثاني: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2009-2000

1-أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال سنة 2000:

أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي⁽¹⁾ تراجعا في الأداء العام لأسواق الأوراق المالية العربية المشتركة في القاعدة -قاعدة بيانات الصندوق-⁽²⁾ في نهاية عام 2000، إذ انخفضت بنسبة 10.6% مقارنة مع عام 1999، ومن الملاحظ انخفاض مؤشرات أسعار الصندوق الخاصة بهذه الأسواق باستثناء مؤشر الأسعار لسوق الأسهم السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية اللذين ارتفعا بنسبة 11.3% و 7.2% على التوالي، وقد بلغت هذه الانخفاضات أعلاه في مؤشر أسعار الصندوق الخاص بسوق المل بمصر إذ انخفضت بنسبة 45.8% وهذا راجع إلى انخفاض الجنيه المصري مقابل الدولار خلال هذا العام وكما نعلم أن مؤشرات الصندوق يتم احتسابها مقومة بالدولار.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص ص 13-17.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات المالية، الفصل السادس، 2009، ص 123.

(3) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية، الفصل السابع، 2009، ص 146.

(*) 1) تأسس صندوق النقد العربي عام 1976، و بدأ في ممارسة نشاطه 1977، عدد الدول الأعضاء فيه 21 دولة عربية وهي: الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الجزائر، تونس، المغرب، جيبوتي، السعودية، سوريا، السودان، الصومال، العراق، سلطنة عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، اليمن.
(*) 2) قاعدة بيانات صندوق النقد العربي هي ملخص دراسة مقدمة إلى ندوة الأسواق المالية التي ينظمها مركز الشرق الأوسط للأوراق المالية و التدریب البحريني و المستثمرین، بالتنسيق مع سوق ابوظبي و سوق دبي المالي تحت عنوان تطوير قطاع المالية في الدول العربية.

أما فيما يتعلق بأحكام أسواق الأوراق المالية العربية انخفضت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق بنسبة 0.7% لتبلغ في نهاية عام 2000 حوالي 148.2 مليار دولار مقارنة مع 149.2 مليار دولار في نهاية عام 1999 باستثناء الأسواق في كل من السعودية، الكويت، تونس وتجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية لهذه الأسواق قد استحوذت قرابة 60% من القيمة السوقية الإجمالية لأسواق المالية العربية المدرجة في القاعدة بالنسبة لعدد الشركات المدرجة، فقد ارتفع هذا العدد خلال عام ليبلغ حوالي 1672 وذلك كمحصلة لإضافة

وشطب واندماج بعض الشركات المدرجة في هذه الأسواق، ويبقى يحتفظ سوق المل المصري بمركز الصدارة من حيث عدد الشركات إذ بلغ 1071 شركة ليصبح يشكل 64% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية وتأتي بورصة عمان في المرتبة الثانية بواقع 163 شركة ثم سوق مسقط للأوراق المالية بواقع 131 شركة.

كما عرفت أسواق الأوراق المالية العربية ارتفاعاً في أحجام التداول خلال عام 2000 مقارنة مع العام الماضي فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 2.6% لتبلغ حوالي 36.5 مليار دولار مقارنة مع 35.6 مليار دولار خلال عام 1999، وقد ارتفعت قيمة التعاملات في أربعة أسواق مالية وهي: تونس، مصر، السعودية بما نسبته 50.2% و30.9% و21.3% و14.8% على التوالي في حين انخفضت في باقي الأسواق وسجل أعلى انخفاض له بورصة القيم المتقولة لدار البيضاء بنسبة 52% ثم سوق البحرين للأوراق المالية بنسبة 44.8%.

أما فيما يتعلق عدد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال عام 2000 بنسبة 23.5% ليبلغ حوالي 9.1 مليار سهم ويرجع هذا الانخفاض بشكل أساسي إلى انخفاض عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 28.8% ويشكل عدد الأسهم المتداولة في هذا السوق ما نسبته 74.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في جميع أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في القاعدة.⁽¹⁾ وفيما يلي الجدول الذي يعكس هذه التغيرات السالفة الذكر.

الجدول رقم (08): تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000-1999

البيان	1999	2000
القيمة السوقية مليون دولار	149400.43	148158.37
قيمة الأسهم المتداولة مليون دولار	35594.16	36.538.93
عدد الأسهم المتداولة مليون سهم	11865.52	9073.07
عدد الشركات المدرجة	1634	1678
معدل دورات الأسهم %	23.86	24.66
المؤشر المركب للصندوق	114.3	102.21

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 243.

2- تطورات أداء الأسواق المالية العربية خلال سنة 2001 :

(صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص ص 242-244.)¹

أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في نهاية عام 2001 تراجعاً في الأداء العام لأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة فقد انخفض المؤشر بـ 1.1% مقارنة مع عام 2000. وبالنسبة لأداء الأسواق فرادي فقد انخفضت خلال 2001 مؤشرات ستة أسواق عربية من نسبة الأسواق التسعة المشاركة في قاعدة البيانات أسواق الأوراق المالية العربية، فقد سجل سوق المال بمصر خلال هذا العام أعلى انخفاض وبما يقارب 34% تلتها بورصة بيروت ثم سوق مسقط الأوراق المالية 30% و 27.7% على التوالي، ويرجع انخفاض الأسعار في سوق المال بمصر إلى ضعف أداء شركات المدرجة في السوق بالإضافة إلى تخفيض سعر الجنيه مقابل الدولار الأمريكي خلال عام 2001 أما بالنسبة لسوق مسقط للأوراق المالية فيرجع التراجع في أدائه بشكل أساسي إلى تراجع قطاع البنوك نتيجة لتدني أرباحه وخاصة في ظل ارتفاع حجم القروض الهالكة.

وبالمقابل ارتفع مؤشر الصندوق الذي يحتسبه لسوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 31.3%، وفي البورصة عمان بلغ 25% ولسوق الأسهم السعودي 1%، كما ارتفعت المؤشرات المحلية التي تحتسبها هذه الأسواق بنسبة 26.8% في سوق الكويت 29.8% في بورصة عمان و 7.6% في سوق الأسهم السعودي ويرجع أسباب التحسين إلى انخفاض أسعار الفائدة على العملة المحلية بالإضافة إلى تحسن نتائج الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسواق المال العربية المدرجة في القاعدة فإنه على الرغم من انخفاض الأسعار فقد ارتفعت هذه القيمة خلال عام 2001 لتصل 2.8% لتبلغ 152 مليار دولار، حيث سجلت أعلى ارتفاع في سوق الكويت بـ 34.3% وتلاه بورصة عمان 27.7% أما في سوق مسقط فإنه عرف أعلى انخفاض 25.1% ثم بورصة بيروت 21.1%.

أما في ما يتعلق بعدد الشركات المدرجة فقد ارتفع خلال 2001 إلى 1687 شركة. وفيما يتعلق بقيمة الأسهم المتداولة في أسواق المالية العربية فقد ارتفعت 16.8% لتبلغ حوالي 42.7% مليار دولار وارتفع بذلك متوسط التداول اليومي لهذه الأسواق إلى 620.5 مليون دولار مقابل 556.6 مليون دولار في سنة 2000.

كذلك ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2001 بنسبة كبيرة ليبلغ 23.5 مليار سهم مقارنة 9.1 مليار سهم خلال عام 2000، وقد نجم هذا الارتفاع بشكل أساسي عن ارتفاع عدد الأسهم المتداولة لسوق الكويت إذ ارتفع

خلال هذا العام بنسبة كبيرة بلغت 20.8%، وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم المتداولة في هذا السوق يشكل ما يقارب 88.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في القاعدة، والجدول التالي يوضح ما سبق ذكره من تغيرات.⁽¹⁾

جدول رقم (09): تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000-2001

البيان	2000	2001
القيمة السوقية مليون دولار	148158.37	152230.05
قيمة الأسهم المتداولة مليون دولار	36538.93	42687.85
عدد الأسهم المتداولة مليون سهم	9073.07	23522.53
عدد الشركات المدرجة	1678	1687

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص ص 112-125.

معدل دورت الأسهم %	24.66	28.04
مؤشر المركب للصندوق	102.21	101.08

المصدر: صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 124.

3- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002:

استمر أداء أسواق الأوراق المالية العربية في التحسن للعام الثاني على التوالي فقد أظهر المؤشر المركب للصندوق الخاص بهذه الأسواق في نهاية 2002 تحسن في الأداء العام بلغت نسبته 0.6% بالمقارنة مع عام 2001.

أما بالنسبة لأداء أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفعت في نهاية عام 2002 مؤشرات الأسعار لتتسع أسواق عربية من بين اثنا عشر سوق.

فقد سجل سوق الدوحة للأوراق المالية في نهاية العام ارتفاعا بلغ 35.3% وهو أعلى ارتفاع في أسواق الأوراق المالية العربية ثم يليه سوق مسقط 31% في المرتبة الثانية ثم سوق دبي المالي 20.9%، وبالمقابل سجل أداء بورصة تونس انخفاضا بلغ 6.2% وهو أعلى انخفاض ثم جاء في المرتبة الثانية من حيث الانخفاض ببورصة عمان 5.1% ثم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ب0.2%.

وفيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق ب 37% لتبلغ في نهاية عام 2002 حوالي 208.9 مليار دولار، ويرجع هذا الارتفاع إلى عوامل نذكر منها انضمام 03 أسواق مالية وهي: سوق أبو ظبي، سوق الدوحة وسوق دبي المالي إلى قاعدة البيانات خلال عام 2002.

وتجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية في سوق أبو ظبي بلغت في نهاية 2002 حوالي 20.4 مليار دولار وفي سوق الدوحة حوالي 10.6 مليار دولار وفي سوق دبي بلغت حوالي 9.5 مليار دولار، أضف إلى ذلك ارتفاع عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق ليصبح 1826 شركة مقابل 1687 شركة في عام 2001.

أما فيما يتعلق بأحجام التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002 لتبلغ 65.4 مليار دولار أي بزيادة 53.2% عن عام 2001 ونتيجة لذلك الارتفاع، ارتفع متوسط التداول اليومي في هذه الأسواق إلى 955.1 مليون دولار مقابل 620.5 مليون دولار خلال الفترة نفسها.

كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2002 ليلبلغ 46.1 مليار سهم بزيادة نسبتها 2% مقارنة مع عام 2001 فقد واصل عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت وللعام الثاني ارتفاع ملحوظ وذلك بنسبة 102.5% عام 2001، وتشكل كمية الأسهم المتداولة في سوق الكويت ما يعادل 91.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعدة البيانات.⁽¹⁾

4- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2003:

أظهر المؤشر المركب الذي يحتسبه الصندوق لقياس أداء هذه الأسواق في نهاية عام 2003 مقارنة مع عام 2002 ارتفاعا كبيرا بلغت نسبته 40.9% ليلبلغ 141.9% نقطة، ويعتبر هذا المستوى أعلى مستوى بلغه مؤشر الصندوق منذ أن بدأ في احتسابه لعام 1994.

أما بالنسبة لأداء أسواق الأوراق المالية العربية بشكل فردي فقد ارتفعت مؤشرات الأسواق المالية الأربعة عشر المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بعد إضافة بورصة الجزائر وبورصة الخرطوم بنسب

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص ص 18-20.

متفاوتة باستثناء مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية الذي انخفض 2.3% وقد سجل سوق الكويت للأوراق المالية أعلى ارتفاع إذ بلغت 101.7% تلتها بورصة عمان بارتفاع بلغ 61.7% ثم سوق الدوحة وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بارتفاع بلغت 54.8% و53.9% على التوالي أما بالنسبة لأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بشكل كبير إذ بلغت في نهاية عام 2003 ما يقارب 361.8 مليار دولار مقابل 208.9 مليار دولار في نهاية عام 2002 أي بنسبة

ارتفاع بلغت 73.2%، وقد سجلت القيمة السوقية لسوق الدوحة للأوراق المالية أعلى ارتفاع حيث بلغت نسبة 152.7% وجاء سوق الأسهم السعودي في المرتبة الثانية من حيث الارتفاع وذلك بنسبة 110%، ويرجع الارتفاع الكبير في القيمة السوقية لعام 2003 إلى عدة عوامل من أهمها ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة بشكل كبير وخاصة في السعودية والكويت وقطر ومصر نتيجة لزيادة أرباحها وتوقعات المستثمرين بمواصلة نتائجها الجيدة، وحصول البعض منها على عقود لعمليات إعادة الاستثمار للعراق واحتمال حصول بعض الشركات الكويتية على تعويضات من العراق.

كما يرجع ارتفاع القيمة السوقية إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق المالية العربية وكبر حجم الشركات التي أدرجت في هذه الأسواق وعلى سبيل المثال شركة الاتصالات السعودية التي تمثل قيمتها السوقية ما نسبته 21.5% من القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي والذي يمثل بدوره كما في نهاية عام 2002 ما نسبته 43.48% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية، كذلك إدراج شركات الاتصالات في كل من الأردن، قطر والإمارات وغيرها من الشركات ذات الحجم الكبير نسبياً.

وفيما يتعلق بأحجام التداول فقد شهدت خلال عام 2003 ارتفاعاً كبيراً مقارنة مع العام السابق فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية 252.4% لتتبع نحو 230.4 مليار دولار مقابل 65.4 مليار دولار خلال عام 2002، وقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي أعلى ارتفاع مقارنة مع الأسواق الأخرى إذ بلغت نسبته 414.5% لتبلغ قيمة الأسهم المتداولة في هذا السوق ما يقارب 160 مليار دولار أي ما نسبته 69% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية، وجاء في الترتيب الثاني من حيث الارتفاع سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة ارتفاع بلغت 264.7% ثم سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة ارتفاع بلغت 176.5%.

أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفع بـ 37.5% ليبلغ خلال عام 2003 نحو 63.4 مليار سهم مقابل 46.1 مليار سهم خلال عام 2002 وقد احتل سوق أبو ظبي للأوراق المالية الترتيب الأول من حيث الارتفاع إذ بلغت نسبته 283.4% تلاه سوق الأسهم السعودي بنسبة 220.6%، كما سجل سوق الكويت للأوراق المالية ارتفاعاً في عدد أسهمه المتداولة بلغت نسبته 78% ليبلغ حوالي 49.6 مليار سهم خلال عام 2003، وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية قد شكل خلال هذا العام ما نسبته 78.2% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية.⁽¹⁾

5- أداء الأسواق العربية من 2004-2008:

حققت أسواق المال العربية نشاطاً جيداً انعكس على حجم الأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في هذه الأسواق، إذ بلغ عدد الشركات المدرجة في عام 2008 1539 شركة بعدما بلغت 1550 شركة في عام 2007.⁽²⁾

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص ص 18-20.¹
(2) صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 2008، 54، ص 09.²

-ارتفعت رسملة البورصات فبعام 2008 إلى 138506 مليون دولار مقارنة بالأعوام التي سبقتها، وقد شكل سوق الأسهم السعودي ما نسبته 34% من القيمة السوقية لأسواق المال العربية تليه بورصة مصر بنسبة 11.1%⁽¹⁾.

-هناك أسواقا شهدت زيادات كبيرة في قيمتها السوقية، فقد زادت في كل من عمان، الدوحة بنسب 83.3% و 42.1% على الترتيب في 2008 مقارنة بعام 2007 و 2006، 2005، 2004. بينما شهدت باقي الأسواق المالية العربية زيادات بنسبة اقل.⁽²⁾

-يرجع سبب ازدياد نشاط الرسملة البورصية بالدرجة الرئيسية إلى القوانين و التدابير التي اتخذتها الدول العربية، والتي تهدف من ورائها إلى تشجيع المستثمرين المحليين و الأجانب من خلال رفع الحد الأقصى لنسبة مشاركة المستثمر الأجنبي، و إصدار قوانين معدلة لقوانين الشركات تقضي باعتماد مرونة أكبر في تحديد الحد الأدنى لرأسمال الشركات لدى تأسيسها، و تطوير المؤشرات لكي تعكس أداء الأسواق بشكل أكثر دقة.

وفيما يتعلق بأحجام التداول فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة نحو 307.3 مليار دولار أي بنسبة ارتفاع بلغت 9.8% مقارنة بالأعوام السابقة، و انخفاض بنحو 1.12%، و شكلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي و سوق الكويت، بورصة مصر و الدوحة و الإمارات ما نسبته 93.7% من إجمالي قيمة التداول في 2008.⁽³⁾

-فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد ارتفع بنسبة 5.8%، و تجدر الإشارة إلى أن نحو 93.6% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة تم تداولها في خمسة أسواق هي: سوق السعودية، دبي، ابوظبي، الكويت، مصر.⁽⁴⁾

6- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2009: ويمكن رصد أهم الاداءات فيما يلي:⁽⁵⁾

- ارتفع مؤشر صندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية بنسبة 18.1% خلال 2009 و يعكس هذا الارتفاع التعافي النسبي من تداعيات الأزمة المالية العالمية.

-تحسنت مؤشرات الأسعار لمعظم الأسواق العربية، و قد سجلت مؤشرات الأسعار لأسواق تونس و مصر و السعودية أعلى الارتفاعات بنحو 48%، 32%، 28% على الترتيب، وفي المقابل تراجعت كل من البحرين، الكويت و المغرب بنحو 20%، 10%، 5% على الترتيب.

- تراجعت أحجام التداول في 2009 عما كانت عليه في 2008، بحيث انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط و هي: سوق السعودية، الكويت، الإمارات، قطر، مصر ما نسبته 93.9% من قيمة إجمالي التداول.

-سجلت معظم الأسواق المالية تراجعاً في الأرباح الإجمالية الصافية لشركاتها المدرجة، و بوجه خاص في القطاعات الاقتصادية الأكثر تأثراً بالأزمة المالية.

- واصلت الاستثمارات الأجنبية في الأسواق العربية تراجعها خلال عام 2009 منذ التراجع الذي سجلته في عام 2008 اثر نشوء الأزمة، وقد شهدت تدفقات الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية تزايداً ملحوظاً في الفترة التي سبقت الأزمة.

(التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي، للسنوات من 2004-2008، ص ص 72-81.¹

(صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 54، 2008، ص 08.²

(المرجع نفسه، ص 09.³

(صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 166.⁴

(صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، 2009، ص ص 157-163.⁵

خلاصة الفصل :

نظرا للدور الكبير الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية كأسلوب حديث للتمويل أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير مثل هذه الأسواق، إذ استحوذت قضية تطوير أسواق الأوراق المالية اهتماما واسعا من قبل حكومات الدول العربية، إذ تختلف فترات تأسيس أسواق الأوراق المالية العربية فمنها من نشأ في فترة الاستعمار ومنها من نشأ بعد الاستقلال، كما تختلف من حيث درجة التطور حيث تميز بين البورصات الأكثر نشاطا مما أهلها إلى أن تكون بين البورصات الناشئة مثل بورصتي الأردن وتونس، وبورصات أخرى ذات أداء متوسط، أخرى مازالت في بدايتها، ويرجع ذلك إلى خصائص كل سوق، كما عملت الدول العربية على تقوية الأطر التشريعية والرقابية، كما عملت على زيادة الشفافية وتوفير المعلومات وكذا تطوير أنظمة التداول والتسوية والحفظ المركزي، كما عملت على تشجيع عمليات الخصخصة وتوسيعها مع تهيئة الأرضية لاستقبال الاستثمار الأجنبي، فسجلت نتيجة هذا تحسن في أداءها، إلا أنّ درجة هذا التحسن تختلف من فترة إلى أخرى ومن سوق لآخر. وهو أمر طبيعي نظرا للتباينات الموجودة في اقتصاديات العربية، إذ ينقسم الوطن العربي إلى دول ذات فائض مالي ودول أخرى ذات عجز، فصاحبة الفائض لا تجد استخدامات كفأة لها في المنطقة العربية ولذلك تخرج هذه الفوائض إلى الأسواق المالية العالمية، ودول العجز لم تنجح في اجتذاب نسبة كافية من الموارد العربية، كما لم تنجح في اجتذاب الأموال من الأسواق العالمية، وما يسجل على جهود العربية المبذولة لتطوير أسواق الأوراق المالية إلا أنها غير كافية، فاتخاذ تلك الإصلاحات قد لا يساهم في تحقيق الاستفادة من مزايا الواسعة لهذه الأسواق خاصة في حالة الاقتصاديات والأسواق الصغيرة، هذا بالإضافة إلى عوامل أخرى تشكل عوائق تقف أمام النهوض بأسواق الأوراق المالية العربية سنتعرف عليها في الفصل الموالي.

تقديم:

يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية العربية أنها تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق لآخر، ربما يكون هذا راجع إلى أنها في مراحل تطورها الأولى أي المرحلة الجنينية في أغلب الدول العربية، كما أنها تكاد تكون غير موجودة في عدد آخر من الدول والسبب في ذلك يعود إلى فقر أسواق الأوراق المالية إلى الأدوات المالية ونوعيتها والدرجة الكافية من العمق والسيولة، ويقف وراء كل ذلك عدة عوائق منها ما يتعلق بالبيئة الكلية التي تعمل من خلالها هذه الأسواق ومستويات الادخار المحلي وعادات الاستثمار ومنها ما هو متصل بالسياسات الاقتصادية .

أمام كل هذه العوائق تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية، ذلك أن تطورها سيساعد على أن تلعب هذه الأخيرة دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية ذات الكفاءة العالية و خلق أسواق قادرة على المنافسة ومواجهة الصدمات الداخلية والخارجية ومن ثمة تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي بشكل عام.

وبالإضافة إلى ضرورة القضاء على هذه العقبات وتجاوزها هناك أيضا الحاجة إلى تكثيف الجهود لتحقيق الربط بين هذه الأسواق وفتحها على التداول الإقليمي، الأمر الذي سيساهم بدوره على نموها وهذا يتطلب فهم ومواجهة العقبات التي تحول دون هذا الربط والتنسيق في هذا المجال ولما لا لغيره من المجالات الاقتصادية الأخرى.

وفي هذا الإطار تلعب المؤسسات الإقليمية كصندوق النقد العربي دور مفيد في متابعة واقتراح حلول تساهم في تطوير أسواقنا العربية، بالإضافة إلى الجهود التي تقوم بها كل دولة منفردة بهدف الرقي بأسواق الأوراق المالية العربية لهذا يلقى هذا الفصل على المحاور التالية ارتباطا بموضوع الدراسة:

المبحث الأول: إمكانية تكامل الأسواق المالية العربية كاستراتيجية لتمويل التنمية.

المبحث الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية.

المبحث الثالث: معوقات واقتراحات تفعيل بورصة الجزائر كبورصة عربية.

المبحث الأول: إمكانية تكامل الأسواق المالية العربية كاستراتيجية لتمويل التنمية

في ضوء التحديات الكبيرة التي تواجه اقتصاديات الدول العربية تلبية للاحتياجات التمويلية المتزايدة في المنطقة وفي ظل العقبات التي تحد من أداء أسواق الأوراق المالية العربية الدور المطلوب منها في سد الفجوة التمويلية إذا أصبحت عملية البحث في سبل تجاوز هذه العقبات أصبحت أمرا مطروحا ومطلوب في نفس الوقت من أجل تعزيز استقرار الاقتصاد الكلي والإسراع في وثيرة النمو الاقتصادي وتمكين الأسواق المالية العربية من التكيف مع الصدمات الخارجية .

المطلب الأول: مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية

حظي موضوع تطوير الأسواق المالية العربية باهتمام خاص في اتفاقية إنشاء الصندوق، إذ نصت في مادتها الرابعة أن من بين الأهداف التي يسعى الصندوق إلى تحقيقها هو تطوير الأسواق المالية العربية كما نصت المادة الخامسة أن من الوسائل التي يستخدمها الصندوق في تحقيق أغراضه تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء.

وعند إنشاء الصندوق، كانت الجهود العربية المبذولة في هذا المجال تستهدف إنشاء سوق أوراق مالية عربية. تتمثل جهود الصندوق في سبيل تطوير الاسواق المالية في الدول العربية من خلال:

1-برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية:

سعى الصندوق في بداية عمله للتعرف عن كثب على متطلبات تطوير الأسواق المالية في الدول العربية بحيث يمكن له في ضوء تطور قدراته الفنية وزيادة معرفته لمتطلبات تطوير هذه الأسواق وضع برنامج عمل له في هذا المجال.

وفي هذا السياق، نظم الصندوق في أوائل عام 1984 مؤتمر "أسواق رأس المال في الدول العربية، واقعا ومجالات تطويرها" بهدف مراجعة وتقييم التطورات الحديثة في هذه الأسواق.

وفي ضوء ما انتهى إليه المؤتمر من توصيات، وبناء على ما تجمع لديه من خبرات ودراسات، بلور الصندوق برنامج عمل في مجال الأسواق المالية تضمن ثلاث بنود رئيسية وهي:

القيام بمسوحات ودراسات ميدانية لأسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء للتعرف على الأوضاع القانونية والمؤسسية، وإنشاء قاعدة معلومات عن أنشطة هذه الأسواق، وتقديم المساعدة الفنية للدول الأعضاء في تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها.

وقد تم التوسع في هذا البرنامج في ضوء احتياجات المراحل المختلفة لتطوير ونمو الإقتصادات العربية. فقد أنشأ الصندوق لاحقا آلية متخصصة لتقديم خدمات تقييم الملاءة الائتمانية، وتوسع في تقديم العون المادي والفني للإصلاحات الاقتصادية الكلية بصورة عامة وكذلك الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي في إطار تسهيل التصحيح الهيكلي.

وقد استهدف الصندوق العمل من خلال هذا البرنامج على مساعدة الدول العربية في إنشاء وتطوير أسواقها المحلية وفق المعايير الدولية، وبما يحقق درجات متنامية من التوافق في مسار نموها في إطار البيئة الاقتصادية الكلية الأكثر استقرارا وملاءمة لتطور هذه الأسواق.⁽¹⁾

1-1- المسوحات والدراسات الميدانية:

استهدفت المسوحات والدراسات التي أجراها الصندوق الوقوف على العوامل التي كانت تحول دون نمو وتطور هذه الأسواق وانفتاحها على بعضها البعض، والتقدم باقتراحات حول الخطوات العملية التي يجب اتخاذها لتذليل تلك المعوقات، وشملت تلك الدراسات الدول التي كان لديها أسواقا لأوراق المالية قائمة، أو تلك

(1) صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الاسواق المالية العربية، جوان 2003، ص 05.

التي كانت تشير أوضاعها احتمال قيام أسواق فيها، وغطت الأوضاع القانونية والمؤسسية المتعلقة بتلك الأسواق.

ولقد خلصت تلك الدراسات المسوحات إلى أن هناك جملة من المعوقات تحول دون تطور هذه الأسواق في الدول الأعضاء والتي يجب العمل على تذليلها، ومن أهمها قصور الأنظمة التشريعية المنظمة لهذه الأسواق وقضاياها وانعدام الأسواق الثانوية فيها، وهيمنة القطاع العام على النشاط الاقتصادي وضعف دور القطاع الخاص، وقلة عدد الشركات المدرجة فيها، وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية التي توفرها، وندرة المؤسسات التي تقوم بوظيفتي

الوساطة المالية وصناع السوق، وعدم توفر الوعي الاستثماري، وأخيرا عدم توفر الاستقرار الاقتصادي في عدد منها.⁽¹⁾

1-2- الدراسات والندوات:

في إطار سعيه لزيادة الوعي الاستثماري وتوفير المعلومات الوافية حول أسواق الأوراق المالية العربية وما توفره من إمكانيات للاستثمار المحلي والأجنبي، فإنه وبجانب إنشاء قاعدة البيانات الخاصة بالأسواق المشاركة وإصدار النشرة الفصلية عن أنشطة هذه الأسواق، تضمن برنامج عمل الصندوق إعداد الدراسات وتنظيم الندوات المتخصصة حول أنشطة هذه الأسواق.

وشملت الدراسات أبحاثا عامة حول أوضاعها وتطورها، ودراسات خاصة تناولت قضايا معينة بغية مساعدة الجهات المعنية على معالجتها، مثل تقييم تجربة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية في تطبيق القواعد الموحدة لتملك وتداول أسهم الشركات، وتقييم دور أسواق الأوراق المالية لدول المجلس في جذب الاستثمارات الأجنبية الخاصة والمعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، ودور أسواق المالية والقطاع المصرفي في تمويل القطاع الخاص.

كما نظم الصندوق عددا من الندوات المتخصصة حول أسواق الأوراق المالية العربية بالتعاون مع المؤسسات العربية والدولية المعنية. وعمل في هذا الإطار على تخصيص أكثر من ندوة من الندوات السنوية المشتركة التي ينظمها بالمشاركة مع الصندوق العربي للانداء الاقتصادي والاجتماعي لهذا الموضوع.

وأخيرا حرص الصندوق على التعاون مع اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية حيث يتمتع بصفة عضو مراقب. وبالإضافة إلى ذلك، انتسب الصندوق إلى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، لمتابعة التطورات على

(1) صندوق النقد العربي، تاريخ الاطلاع: 2011-04-24، عن الموقع:

صعيد هذه المنظمة، خاصة فيما يتعلق بجهودها الرامية إلى وضع السياسات والإجراءات لتنظيم أنشطة أسواق الأوراق المالية العالمية والرقابة عليها بما يكفل سلامة التعامل فيها⁽¹⁾.

1-3-1- قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: وتتمثل في: (2)

1-3-1- الأغراض: كانت ندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية محليا أو علميا عن أسواق الأوراق المالية العربية هو المبرر الذي دفع بالصندوق لإنشاء هذه القاعدة ليتمكن له من خلالها جمع المعلومات والبيانات الرسمية والموثوقة عن أوضاع ونشاطات هذه الأسواق، ومعالجتها بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أداءها باستخدام منهجية موحدة يتم نشرها بصورة دورية ومنتظمة.

وذلك بهدف تحقيق مجموعة من الأهداف من أهمها المساعدة على تنمية الوعي الاستثماري العربي، والإعلام بنشاط أسواق الأوراق المالية العربية وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية وكمجال لاستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعملية تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام.

وأخيرا، فإن من أهدافها المساعدة على تقييم مدى التنسيق والتنشابه الذي يحدث في أسواق الأوراق المالية العربية المختلفة على أساس البيانات المجمعة عن أوضاعها ونشاطها بحيث يمكن بحث احتمالات الربط بين كل منها وبين أسواق عربية أخرى متشابهة في أنظمتها ومستوى تطورها. فقاعدة البيانات تساهم في التنسيق التدريجي الذي يؤمل أن يؤدي إلى الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

1-3-2- آلية التعامل: يرتكز عمل قاعدة البيانات على التعاون الوثيق بين الصندوق، حيث يوجد المركز، وأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة، ولذلك حرص الصندوق على توفير الدعم اللازم لهذه الأسواق في إطار هذا المشروع، حيث عمل على تزويدها بأجهزة الحاسوب والبرمجيات ذات التقنية الحديثة اللازمة لربطها بمركز قاعدة البيانات لديه، بالإضافة إلى تدريب المختصين فيها، والذين تم اعتمادهم كمراسلين في هذه الأسواق، على المنهجية العلمية والتقنيات الخاصة بجمع البيانات على أداء الأسواق وإرسالها إلى الصندوق.

ولتطوير التعامل مع الأسواق المشاركة في قاعدة البيانات من خلال مواكبة التطورات في التقنية بصورة مستمرة، حرص الصندوق على تحديث الأجهزة والبرمجيات التي يوفرها لهذه الأسواق وعلى توفير التدريب المتواصل للمراسلين لرفع كفاءتهم في استخدام هذه الأجهزة واطلاعهم على التطورات الحديثة في مجالات عملهم. وقد نظم الصندوق عددا من الدورات التدريبية المتخصصة لهؤلاء المراسلين.

(1) المرجع نفسه.

(2) صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الاسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 06.

1-3-3-النشرة الفصلية عن أداء الأسواق المشاركة: استنادا إلى البيانات التي توفرها قاعدة البيانات أسواق الأوراق المالية العربية، بدأ الصندوق بإصدار نشرة فصلية حول التطورات في هذه الأسواق تحت عنوان " النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية «، وهي الأولى من نوعها في الدول العربية.

وأخذاً بأن قرارات المستثمرين لا تستند فقط على الإلمام بأوضاع الشركات ونشاط التداول، يتضمن القسم الثاني من النشرة تحليلاً للتطورات ذات العلاقة بنشاط السوق في صورة عرض موجز لأوضاع.

1-3-4-النشرة اليومية عن أداء الأسواق المشاركة: منذ العاشر من جوان 2002، بدأ الصندوق بنشر بعض المؤشرات الأساسية حول الأسواق المالية المشاركة في قاعدة البيانات بصورة يومية على صفحاته في شبكة الإنترنت. وتشمل هذه المؤشرات على وجه الخصوص رسمة البورصات المعينة، وحجم التداول فيها متمثلاً في عدد الأسهم المتداولة، وقيمتها وعدد الصفقات، وعدد الشركات المدرجة، هذا بالإضافة إلى مؤشر الصندوق حول أداء هذه الأسواق.

1-4- تقييم الملاءة الائتمانية:

أظهرت التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، وكذلك نتائج أعمال الدراسات التي أعدها الصندوق والندوات التي نظمها في هذا المجال، أن من الأمور التي تفتقر إليها هذه الأسواق والتي من شأنها أن تساهم في تعزيزها توفر خدمات تقييم الملاءة الائتمانية.

ويأتي الاهتمام بخدمات تقييم الملاءة الائتمانية في الدول العربية في إطار الجهود المبذولة لتنشيط التداول في أسواق الأوراق المالية وزيادة أنواع الأوراق المالية المتداولة فيها حسب فترات الاستحقاق والجهات المصدرة لها وكذلك توسيع قاعدة المستثمرين في هذه الأوراق.

فخدمات التقييم تعمل على معالجة النقص في البيانات المالية للجهات المصدرة لهذه الأوراق وكذلك اختلاف النظم المحاسبية المتبعة. وهي تعني بتقييم وتصنيف المقترضين ومصدري أدوات الدين حسب قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم عند استحقاقها وبصورة منتظمة.

وتشجع خدمات التقييم على تطور هيكل أسعار الفائدة بحيث تعكس هذه الأسعار مخاطر الائتمان بالاستثمار في أدوات الدين أو الاقتراض المباشر. ويؤدي تطور هيكل لأسعار الفائدة على النحو إلى توسيع إصدار الأدوات الاستثمارية المختلفة من الأوراق المالية والبدائل الاستثمارية التي تطابق احتياجات المستثمرين والمقرضين.⁽¹⁾ وبذلك تساهم في حماية حقوق المتعاملين والمستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية.

2- جهود الإصلاح الاقتصادي وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية:

أدت جهود الإصلاح الاقتصادي في الدول الأعضاء، والتي حرص الصندوق على دعمها ومساندتها إلى الاقتناع بأهمية الدور الذي يمكن للأسواق المالية العربية أن تلعبه في مسيرة التنمية. وقد أخذ دور هذه الأسواق في توفير الاحتياجات التمويلية يكتسب أهمية متزايدة مع اعتماد أعداد متزايدة من الدول الأعضاء على آلية السوق في

(1) المرجع نفسه، ص 07.

تخصيص الموارد، وإفساح المجال للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، ولجوء السلطات فيها إلى المصادر غير التضخمية لتمويل العجوزات في الموازنات المالية.

وقد شملت مساندة الصندوق لهذه الجهود وضع السياسات الملائمة لتطوير هذه الأسواق في إطار برامج التصحيح الاقتصادي الشامل التي وفر الصندوق الدعم المالي والفني للدول الأعضاء لوضعها وتنفيذها.

ونتيجة لهذه الجهود، شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطوراً ملحوظاً شمل جوانبها المختلفة في ذلك التنظيمية والتشريعية أدت إرساء بنية سليمة لهذه الأسواق يجري تطويرها بصورة متواصلة. وفي مجملها، تستهدف تلك التطورات زيادة كفاءة الأسواق المالية وتعزيز الدور الرقابي لها وتنشيط التعامل فيها.

كما استهدفت تطوير الأنظمة الضريبية وتبسيط الإجراءات الإدارية وتوفير المناخ الملائم لتلبية احتياجات المتعاملين واستحداث أدوات مالية جديدة تهدف إلى إيجاد فرص استثمارية لمختلف فئات المستثمرين، وتحسين

سرعة وسهولة ودقة عملية التداول وتعزيز الشفافية والإفصاح، بالإضافة إلى الارتقاء بكفاءة العاملين في مجال أسواق الأوراق المالية والتشديد على قواعد السلوك المهني. ويمكن إيجاز هذه التطورات بما يلي:⁽¹⁾

2-1- تعزيز الدور الرقابي للسوق:

اتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالباً ما يقوم به القطاع الخاص.

وفي هذا الجانب، تم في غالبية الدول العربية تنفيذ أحكام قوانين الأوراق المالية الهادفة إلى إعادة هيكلة السوق، والتي تم بموجبها فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم وتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ نهاية عام 2002 سبعة أسواق، وهي الأسواق في كل من الأردن ومصر وعمان وتونس والمغرب والإمارات والجزائر. أما في بقية الدول العربية، فإن أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معاً الرقابي والتنفيذي.

2-2- تعزيز الشفافية والإفصاح:

أولت الأوراق المالية العربية اهتماماً كبيراً لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر.

فمن جانب السوق، اتسع نطاق التعليمات والمعلومات والبيانات التي أصبح يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها تشمل مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق ومعتمدي المهن بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية.

وفي هذا الجانب، تقوم معظم أسواق أوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار.

كما أبرمت معظم هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية منها شركتي رويترز وبلومبيرج.

ويلاحظ كذلك توجه هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الإنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها.

ومن جانب آخر أولت هذه الأسواق اهتماما كبيرا لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة فيها. فبالإضافة إلى التقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من الدول العربية، أصبحت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية تلزم الشركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية.

2-3- تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية:

اتجهت معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة. وبصورة عامة، فإن المستثمر المؤسسي يسعى إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية.

أما المستثمر الفرد، من ناحية أخرى، فيهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة. حيث أن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، فإن من شأن ذلك أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في البورصات العربية. وفي هذا الجانب عملت السلطات في الدول العربية على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركة التأمين بالتعامل في هذه الأسواق.

ومن جانب آخر، تسعى البورصات العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار فهي توفر آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد لا تسمح حجم الاستثمار الفردي المباشر تحقيقها. كما تفسح هذه الصناديق للمستثمرين العرب المقيمين في الخارج والمستثمرين الأجانب المجال لتوظيف مدخراتهم في أسواق الأوراق المالية العربية دون الحاجة إلى تواجدهم في المنطقة. وبالإضافة، توفر هذه الصناديق قنوات للمستثمرين الوافدين المقيمين في الدول العربية

ومجالا للدخول إلى أسواق الأوراق المالية المحلية، ذلك أن حق المستثمر في هذه الصناديق يقتصر على حصة في الأوراق المالية التي تستثمر بها موارد الصندوق ونسبة مماثلة من عوائدها.

2-4- تشجيع الاستثمار الأجنبي:

تم في معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار بهدف في مجملها، إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق. وفي هذا الإطار، عملت الدول العربية على فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

ويمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى الدول التي لا تفرض أي قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وتشمل مصر، المغرب، الأردن، الجزائر ولبنان.

أما المجموعة الثانية فتشمل الدول التي تفرض مثل هذه القيود ولكن بنسب متفاوتة، وهي تونس ودول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. ففي تونس، يسمح للمستثمر الأجنبي بامتلاك ما لا يزيد عن 50% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة.

وفي السعودية والكويت، يسمح للأجانب الاستثمار في الأسهم عبر صناديق الاستثمار، وفي الإمارات، يسمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم الإماراتية من خلال صناديق الاستثمار، كما أجاز قانون الشركات للأجانب بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد على 49% في حال سمحت الأنظمة الداخلية للشركات بذلك. وفي عُمان، يسمح للأجانب بتملك الأسهم في الشركات حديثة الإدراج، وتصل نسبة التملك إلى 49% وإلى 100% لبعض الشركات. وفي البحرين، يسمح لمواطني مجلس التعاون لدول الخليج العربية بتملك ما نسبته 100% إن روى أن في ذلك مصلحة للاقتصاد الوطني. وفي قطر، يسمح لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد على 25% من أسهم الشركات المساهمة العامة وذلك بعد موافقة الجمعيات العمومية لهذه الشركات باستثناء شركات البنوك والتأمين.⁽¹⁾

2-5- تعديل الأنظمة الضريبية:

توجه العديد من الدول العربية نحو إدخال تعديلات واسعة على أنظمة الضريبية المتبعة، بهدف خلق حوافز 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.

وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تمتلك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة 10%. وبالإضافة إلى ذلك، عملت بعض الدول على تعديل الأنظمة الضريبية المتبعة فيها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على إدراج أسهمها في السوق.⁽²⁾

2-6- مكننة أنظمة التداول :

(1) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 351.¹
(2) صندوق النقد العربي، تاريخ الاطلاع: 2011-04-24، عن الموقع: www.amf.org.ae/ar

اتخذت معظم أسواق الأوراق المالية العربية خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين. وقد نتج عن ذلك استحداث أنظمة تداول آلي متطورة في أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة كما اتجه بعض من هذه الأسواق إلى إدخال خدمة التداول عن بعد و هي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها هذه الأسواق وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.(1)

المطلب الثاني: ربط أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلباتها التقنية

يكتسي تطوير أسواق الأوراق المالية العربية أهمية خاصة للمنطقة العربية التي تعاني من:

- سياسية تشريعية اقتصادية متقبلة في مجال الاستثمارات حسب الحقب الزمنية والظروف السياسية اسلتي تمر بها المنطقة العربية وهذا التقلب أدى إلى تخوف أصحاب رؤوس الأموال العربية من استثمار أموالهم في

المنطقة العربية وتفضيلهم الاستثمار في الدول الأجنبية 'فالاستقرار التشريعي والقانوني يؤدي تشجيع قيام المشروعات الكبرى التي تعالج قطاعات معينة تساهم فعلا في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية والسياسية في الوطن العربي وغياب الثقة في مناخ الاستثمار السائد في المنطقة العربية منذ أشد العوامل السلبية الطارئة للاستثمار فغياب الثقة أدى إلى هروب رؤوس الأموال العربية للخارج وتفضيلهم الاستثمار في خارج الوطن العربي صف إلى ذلك أن بعض الدول العربية تفرض قيودا على حرية تحويل ونقل أرباح المستثمر إلى الخارج وفي بعض الأحيان تطالبه بتدوير الأرباح داخل البلد الذي يستثمر فيه كما تتدخل بعض الدول في تحديد أسعار المنتجة استثماريا.(2)

1-تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط الأسواق المالية:

ما يلاحظ في الأسواق الأوراق المالية العربية هو التباين الكبير بين تشريعاتها المالية والأطر المؤسسية من جهة، وكذا تباين متطلبات الإدراج والإفصاح وإجراءات التداول والتسعير كل حسب خصوصياته، وعليه فإن محاولة التنسيق فيما بين أسواق الأوراق المالية العربية تعتبر عملية معقدة إلا أنه هناك محاولات جادة للربط تجسدت في توحيد الأطر التشريعية وكذا البنى التحتية.

وفي هذا الإطار يجب أن تتضمن التشريعات والقوانين الجديدة أحكاما تساعد على تطوير آليات عمل الأسواق وعلى الربط فيما بينها(3)، وتشمل هذه القوانين على:(4)

1-1-قوانين وأنظمة أسواق الأوراق المالية:

(عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الالفية الثالثة،مجموعة النيل العربية،مصر، الطبعة الاولى،2003، ص198.¹
(2) فاروق تشان، الاستثمارات العربية واقعا وافاقها في ظل النظام العالمي الجديد، مؤتمر الاستثمار والتمويل بعنوان تطوير الادارة العربية لجذب الاستثمار، شرم الشيخ، مصر، من 05-08 ديسمبر 2004، ص 47.
(3) صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سبق ذكره، ص 90.
(4) اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا، ربط الاسواق المالية العربية من اجل تحقيق التكامل الاقليمي في منطقة الاسكوا، نيويورك، 2004، ص ص 15-21.

يشمل قانون سوق الأوراق المالية القواعد الأساسية المتعلقة بأهداف وعوامل السوق وبيادرتها وتنظيمها المالي. كما يعين وينظم علاقات السوق ويحدد إجراءات وهيكل العمليات، والتدابير التي تتبع في إدراج وتداول الأسهم ومتطلبات الإفصاح. وهذا القانون تفسره اللوائح التنفيذية التي توضحه من خلال التطبيق والتوسع.

وتتناول قوانين الأسواق المالية في عدد من البلدان العربية نفس القضايا والاهتمامات الأساسية، بما في ذلك الإدارة والهيكل المؤسسي والعضوية ومتطلبات الإدراج والإفصاح المالي وإجراءات التداول والتسعير.

1-1-1- الإدارة والهيكل المؤسسي:

يشمل الهيكل المؤسسي للسوق الآليات المختلفة لإدارة أنشطة التداول والإشراف عليها. هناك اختلافات في التنظيم القانوني للأسواق في منطقة العربية. ففي البحرين وقطر والكويت ولبنان، تشمل إدارة الأسواق كلتا الوظيفتين التنفيذية والإشرافية، تحت مظلة لجنة الأوراق المالية والبورصات. وفي أسواق الأردن ومصر وبلدان مجلس التعاون الخليجي، فان هذين الدورين مقسمان بين مؤسسين، إحداهما مؤسسة عن بورصة الأوراق المالية والأخرى مسؤولة عن الإشراف.

والإشراف عليه في نطاق هيئة عامة للخدمات المالية يتبع النموذج البريطاني، أما النظام الثاني الذي يعطي مسؤولية الإشراف على السوق إلى مؤسسات للخدمات المالية، فإنه يستند إلى النهج الأمريكي، وحسبما تشير الدراسات الحديثة، فإن الدروس المستفادة من الأزمة الاقتصادية التي حدثت في جنوب شرقي آسيا تؤكد أن توحيد إدارة القطاع المالي والإشراف عليه أفضل من الخيار الثاني بالنظر إلى أنه يوفر بيئة أفضل لتأمين الاقتصاد الوطني ضد الصدمات الداخلية والخارجية.

ومصر هي أول بلد عربي يفصل المسؤوليات التنفيذية عن المسؤوليات الإشرافية.

كما قررت الأردن، بعد استعراض تجربتها في إنشاء بورصة عمان وتشريعها بشأن إصدار الأوراق المالية، إنشاء هيئة الأوراق المالية كوكالة إشرافية.

وهنا الهيئة تأخذ على عاتقها توفير المناخ المستقر والملائم لتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية. كما تضطلع بمسؤولية تنظيم وتطوير سوق المملكة للأوراق المالية والإشراف عليها، وحماية حقوق المساهمين والمستثمرين ومعاينة من يشتركون في أنشطة غير قانونية أو محاولة إساءة استخدام النظام بصفة عامة.

وتعطي القوانين المنظمة للأسواق الأوراق المالية في بلدان مثل الكويت ولبنان وقطر الموحدة فيها الأدوار التنفيذية والإشرافية، لفرق إدارة أسواق الأوراق المالية سلطة واسعة للإشراف على شتى الأنشطة.

وتماشيا مع الاتجاه صوب خصخصة القطاع العام وتعزيز دور القطاع الخاص، شرعت بعض الحكومات في خصخصة أسواقها للأوراق المالية. وفي الأردن، فصلت البورصة عن إشراف السلطة التشريعية والسلطة

التنفيذية، وأعطى للوسطاء الذين يعملون في السوق الحق في إدارتها كهيئة اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري. وفي مصر، حتى على الرغم من فصل الإشراف عن الإدارة فإن السوق لا تزال تعتبر مؤسسة حكومية.

1-1-2- العضوية:

تنص قوانين أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية على أن أعضاء السوق هم شركات المساهمة المدرجة ووسطاء السوق المعتمدين وتحدد القوانين والأنظمة التنفيذية المتطلبات القانونية للوسيط ودوره المؤسسي فضلا عن التزاماته وحقوقه. وتختلف التعاريف القانونية للوسطاء من بلد إلى آخره، ولكن توجد سمة مشتركة هي أن تداول الأوراق المالية ينبغي أن يتم في مقصورة السوق من خلال وسيط مسجل. ويلاحظ اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية ما يلي في دراسة مقارنة بشأن القوانين المنظمة للوساطة في الأسواق العربية للأوراق المالية:

تعتبر التشريعات في قطر ومصر وعمان أن تداول الأوراق المالية المدرجة يكون غير قانوني إذا لم تنفذ المعاملات من خلال وسطاء رسميين.

تجيز التشريعات في البحرين والكويت وعمان أن تداول الأوراق المالية المدرجة خارج الموقع بشرط أن يتم التبادل وفقا لأنظمة معينة.

وتختلف الأسواق في البلدان العربية في تعريفها للوسطاء. وتجيز الأردن والبحرين وقطر

ولبنان للأفراد العمل بهذه الصفة، على حين تقتصر في الإمارات العربية المتحدة والكويت ومصر وعمان، أنشطة الوساطة في الأسواق على الشركات.

وتتفق معظم الأسواق العربية للأوراق المالية على شروط تسجيل الوسطاء والترخيص لهم بالعمل وعلى متطلبات البدء المتصلة بالحد الأدنى للإحتياجات الرأسمالية والضمانات المصرفية والمؤهلات العلمية والتخصص في الميدان والسلطة القانونية لممارسة العمل. ويوجد في بعض الأسواق ميثاق شرف بأن يلتزم الوسطاء بقواعد سلوك خاصة بالمهنة وإقامة علاقات طيبة بين الوسطاء، وقد وضع إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية ميثاق شرف من هذا النوع للوسطاء العرب، وفي بعض الحالات توجد جمعيات يمكن للوسطاء الانضمام إليها.⁽¹⁾

1-1-3-متطلبات الإدراج في أسواق الأوراق المالية:

تتحمل كل شركة مسؤولية استيفاء متطلبات الإدراج، التي تمثل عنصرا أساسيا في عمل السوق في النظر إلى تأثيرها الكبير على توفير الأوراق المالية التي تدرج في السوق. وتتشترك بعض البلدان العربية في بعض قواعد ومتطلبات إدراج الشركات في بورصتها، و لكن هناك من الاختلافات ما يكفي لمنع التوحيد.⁽²⁾

-المتطلبات الرأسمالية: وتشتمل بعض المتطلبات الرأسمالية على مايلي:

-تتطلب سوق أبو ظبي أن يكون إصدار الأوراق المالية المدرجة من شركات مساهمة برأس مال مدفوع لا يقل عن 50% من قيمة المدرجة، بحد أدنى 20 مليون درهم إماراتي^(1*).

- يشترط قانون سوق البحرين ألا يقل رأس المال المدفوع لشركة مدرجة عن 1.3مليون دولار وأن تكون قيمة الأسهم 0.5مليون دولار على الأقل.

(1) فاروق تشان، مرجع سبق ذكره، ص 49.

(2) صلاح الدين احمد السبسي، مرجع سبق ذكره، ص 2.93.

(1*) ما يعادل 5.4 مليون دولار.

(2*) ما يعادل 2.8 مليون دولار.

- في مصر، ينص قرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي الإسكندرية والقاهرة على أن تكون الأسهم المتاحة للإصدار العام مساوية 30% على الأقل من مجموع أسهم الشركة وهناك شرط آخر هو دفع رأس المال المصدر بالكامل وبما يعادل وبما يعادل 20 مليون جنيه مصري كحد أدنى أي 3.3 مليون دولار.

- وفقا للمادة الخامسة من توجيهات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان يجب ألا يقل رأس المال المدفوع أو الإجمالي القيمة السوقية للشركات في الأردن عن مليون دينار أردني*(2) تقريبا كشرط لإدراج الأوراق المالية، ويجب أن يكون قد تم التداول 10% على الأقل من أسهم الشركة خلال 12 شهرا السابقة على تغيير الإدراج من السوق الثانوي إلى السوق الأولي، وتشمل بورصة عمان ثلاثة أسواق، القائمة الأولى والثانية ويجري فيها تداول الأوراق المالية وفقا لقواعد إدراج خاصة، أما القائمة الثالثة فتتناول الأوراق المالية غير المدرجة في السوق.(1)

-متطلبات حقوق المساهمين: تشمل الأمثلة على متطلبات حقوق المساهمين على ما يلي:(2)

- تشترط سوق أبو ظبي للأوراق المالية أن تكون حقوق المساهمين لكل مجموعة أسهم تصدرها الشركة متساوية وأن تتجاوز قيمة الأسهم رأس المال المدفوع للشركة بما لا يقل عن 20%.
- وفقا للقرار الذي اعتمده الهيئة العامة لسوق المال في مصر يجب ألا تقل حقوق المساهمين في نهاية السنة عن بداية نفس السنة.
- تشترط سوق عمان للأوراق المالية أن تتجاوز حقوق المساهمين، بالنسبة لشركة تطلب الإدراج، رأس المال المدفوع بنسبة 10% على الأقل، في نهاية السنة السابقة على الطلب.

1-3-3- متطلبات فترة النشاط السابقة على الإدراج:

تشمل الأمثلة على متطلبات فترة النشاط على مايلي:(3)

- في السوق المصرية، يجب أن تكون الشركة المصدرة قد نشر تقارير مالية عن السنوات الثلاث السابقة لطلب الإدراج، ويجب أن تكون التقارير مستوفية لجميع المتطلبات القانونية ذات الصلة.
- للمشاركة في سوق الكويت، يجب أن تكون الشركة قد استوفت متطلبات فترة النشاط المحددة في القانون ذي الصلة (القوانين ذات الصلة) في بلد المنشأ، ويظهر أن هذه الأحكام تنطبق على الشركات الكويتية والأجنبية على السواء. ولا تشمل المادة الثانية من المرسوم رقم 1 لسنة 1993م أي متطلبات لفترة النشاط..

1-3-4- متطلبات أرباح الشركات:

تشتمل الأمثلة على الأنظمة المتعلقة بأرباح الشركات على مايلي:(4)

- لا توجد قواعد بشأن الأرباح بالنسبة للشركات الراغبة في الإدراج في بورصة بيروت.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010، ص 17.

(2) اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا، مرجع سبق ذكره، ص ص 16-21.

(3) عبادي محمد وبن دعاس زهير، تحديات ربط الاسواق المالية العربية في ظل العولمة مع التركيز على الاسواق المالية الخليجية، ملتقى دولي حول السوق المالي بين النظرية والتطبيق في اطار تجارب الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، ايام 21-22 اكتوبر 2008، ص 07.

(4) المرجع نفسه، ص 08.

- في السوق المصرية، يشير قرار اتخذه مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال إلى ضرورة أن تكون الشركة قد حققت ربحاً مقداره 5% (باستثناء الضرائب) في السنة السابقة على الإدراج في بورصة بيروت.

- يشير المرسوم رقم 1 لسنة 1983 إلى أنه لا ينبغي أن تكون الشركة الراغبة في الإدراج في سوق الكويت للأوراق المالية قد كبدت خسائر خلال السنة السابقة على الرغم من أنه يمكن أن يوجد سبب كاف لتعليق هذا الشرط .

1-3-5- متطلبات عدد المساهمين:

تقتضي بعض الأسواق المالية في المنطقة متطلبات خاصة تتعلق بحقوق المساهمين ومبيعات الشركة وحجم التداول وعدد المساهمين. وتتطلب بورصتها القاهرة والإسكندرية أن يكون عدد المساهمين في الشركة 150 فرداً على الأقل، بصرف النظر عن الجنسية، كما وضعت بورصة عمان وسوق الدوحة للأوراق المالية حد أدنى مناظراً مقداره 100 فرد لكل شركة. أما بورصة بيروت فتطلب أن تكون نسبة 25% من أسهم الشركة مملوكة لمجموعة لا تقل عن 50 مساهماً مختلفاً⁽¹⁾.

1-3-6- المتطلبات المتعلقة بإدراج الشركات الأجنبية:

تنص القوانين المالية للبلدان العربية بصفة عامة على نفس المتطلبات المتعلقة بالشركات الأجنبية والمحلية على السواء، مع بعض الأحكام الإضافية التي تشمل حماية حقوق المستثمرين وضمان نزاهة التداول. ويشير استعراض لقواعد إدراج الأوراق المالية الأجنبية في أسواق نخبة من البلدان العربية إلى مايلي:

- فيما يتعلق ببورصتي القاهرة والإسكندرية، تشترط الهيئة العامة لسوق المال في مصر أن تدرج الأوراق الأجنبية في القوائم غير الرسمية، وبشرط استيفاء نفس المتطلبات التي تنطبق على الشركات المصرية.

وبالإضافة إلى ذلك، يجب أن تكون الورقة مدرجة في بورصة أجنبية تشرف عليها سلطة تمارس إجراءات مماثلة لإجراءات الهيئة العامة لسوق المال في مصر، وأن تكون الأسهم بعملة أجنبية تصرف بالجنه المصري، وأن تطبق الشركة الأجنبية معايير المراجعة والمراقبة الدولية في إعداد تقاريرها المالية. ويجب نشر هذه التقارير، مرفقاً بها بيانات المراجعين والتفسيرات اللازمة، في طبعة صباحية من إحدى الصحف اليومية العامة الواسعة الانتشار التي تصدر في مصر، خلال شهر من اعتمادها في البلد مقر الشركة.

- في الكويت، يطلب القانون المعتمد في عام 1986 من جميع الشركات المساهمة غير الكويتية أن تقدم المستندات الضرورية لاستيفاء جميع المتطلبات عند التقدم بطلب الإدراج، وينبغي أن تثبت الشركة إما أنها مدرجة في بورصة دولية مقبولة لدى لجنة سوق الأوراق المالية في الكويت أو أن نسبة 25% من رأسمالها متاحة للإصدار العام في الكويت.

ويجب أن يبلغ رأس المال المدفوع 5 ملايين دينار كويتي على الأقل، وألا تكون الشركة قد تكبدت خسائر على مدى السنتين السابقتين على طلب الإدراج ويجب ألا يتعارض عقد الشركة والنظام الأساسي لعملياتها مع قوانين

(1) رسمية احمد ابو موسى، الاسواق المالية والنقدية، دار المعتر، عمان، الطبعة الاولى، 2005، ص 31.

الكويت ويمكن عدم فرض قيود على حقوق المساهمين الجدد في تداول الأوراق المالية للشركة. و يجب أن تلتزم الشركات المساهمة غير الكويتية المدرجة في السوق بالقوانين المالية ذات الصلة؛ و في هذا السياق، يتعين تقديم التقارير المالية التي تطلبها لجنة سوق الأوراق المالية في الوقت المناسب، جنباً إلى جنب مع اسم وعنوان المراجع المالي للتقارير. كما يجب على الشركة أن تبلغ إدارة السوق بأي قرارات يمكن أن تؤثر على سعر أوراقها المالية المدرجة ويجب أن تتم معاملات التداول التي تشمل الأوراق المالية للشركات الأجنبية المدرجة من خلال شركات الوساطة المختارة من قبل إدارة السوق. أما الشركات المساهمة التي يكون منشؤها أي من دول مجلس التعاون الخليجي فهي معفاة من هذه المتطلبات.⁽¹⁾

1-4- الإفصاح المالي:

تشتمل جميع قوانين البورصات وقواعد الشركات على أحكام تتناول تفاصيل شروط ومتطلبات الإفصاح. ويمثل الإفصاح التام أحد أهم متطلبات الأسواق؛ وينشط الإشراف وممارسات مراجعة الحسابات الفعالية التداول ويعطي الثقة في المساهمين، وبالإضافة إلى ذلك فإن المعلومات المفصحة عنها تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الصحيحة.

وتوجد بعض الاختلافات الواضحة بين الأسواق العربية بشأن طبيعة المعلومات المطلوبة، ونشرها والعقوبات التي تفرض على من يقدمون تقارير زائفة أو ناقصة أو من يستفيدون من المعلومات التجارية الداخلية.

وتشارك السلطات والشركات المدرجة في المسؤولية عن النشر المنتظم للمعلومات الدقيقة وتنتشر معظم أسواق الأوراق المالية في منطقة المعلومات ذات الصلة في الصحف أو المجلات المحلية، التي تركز على أنشطة التداول والتغيرات السعرية اليومية التي تؤثر على مؤشرات السوق وأداء شتى القطاعات الاقتصادية وعلى سبيل

المثال، ينشر صندوق النقد العربي بصورة منتظمة تقريراً يوفر بيانات مالية تفصيلية وموجزا لأنشطة الأسواق المالية.

كان احد أسباب أزمة المناخ في الكويت في مطلع الثمانينات من القرن العشرين هو عدم وجود معلومات، أو على وجه أكثر تحديداً الافتقار إلى نظام يوفر المعلومات المالية الضرورية للمستثمرين، ووضع إجراءات للتعامل مع الأنشطة غير القانونية، واستحدث قواعد تأديبية لمنع الغش، ولا يرد في الأحكام القانونية التي تنطبق على سوق الكويت للأوراق المالية ذكر الإفصاح بالنسبة للشركات الكويتية وتتصل الإشارة الوحيدة إلى الموضوع بإنشاء الوكالات المتخصصة اللازمة للسوق، ومن بينها واحدة ينبغي أن تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات ذات الصلة بالسوق وأوراقها المالية كما يجب أن تضطلع هذه الوكالة بإعداد دراسات ونشر تقارير يومية عن تداول وأسعار وأرباح الشركات المدرجة، وكان ينبغي للمجلس التشريعي الكويتي تناول مسألة الإفصاح بطريقة أكثر تركيزاً وتفصيلاً وبخاصة تنظيم السوق حدث بعد أزمة المناخ وتشير حقيقة أن التشريع ذا الصلة يشدد على العقوبات وتطبيقها إلى أن المجلس التشريعي سعى على تعزيز آليات الرقابة بغية ضمان الحقوق الضرورية للشركات والمساهمين في السوق.⁽²⁾

1-1-5- إجراءات التداول والتسعير:

تتناول شتى القوانين واللوائح التنفيذي في البلدان العربية إجراءات التداول ونقل الملكية واستوفت معظم الأسواق العربية للأوراق المالية نظمها، وزادت التكنولوجيا الحديثة التي تستخدمها من سرعة وجودة عمليات التداول،

(المرجع نفسه، ص 25-26. ¹)

(عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 08. ²)

ويرد في الفصل الفرعي الذي يتناول البنية التحتية تحليل تفصيلي لتنظيم التداول في الأسواق العربية للأوراق المالية، ومن الضروري اعتماد نظم تداول أكثر تقدماً وتطابقاً في الأسواق العربية بما يتيح الربط بينها ومن ثم تيسير التداول بين الأسواق المختلفة.⁽¹⁾

1-2-قوانين الشركات:

تمثل قوانين الشركات حيز الزاوية للأسواق الأولية وتحدد هذه القوانين الإجراءات الضرورية لإنشاء شركات المساهمة، وشتى أنواع الأوراق المالية، وتنص على متطلبات المتعلقة بشركات الإصدار تشمل هذه القوانين القواعد التي

تتوخى حماية حقوق المساهمين وتضمن سلامة النظام الاقتصادي، وتشمل الممثلة الأحكام المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومراجعة الحسابات وفي معظم البلدان العربية أجرى تنقيح لقوانين الشركات بهدف تشجيع إنشاء شركات مساهمة وتطوير شتى المتطلبات والفوائد المرتبطة بإصدار الأوراق المالية من جميع الأنواع، وزيادة ثقة وأمن المساهمين، وحسنت عمليات المراقبة والإشراف، بما يمشى مع المعايير الدولية.

واستهدفت جميع هذه التطورات بصفة عامة تنشيط عملية الإصدار التي تمثل استثمارات حقيقية وتشجيع على زيادة المشاركة في تراكم رأس المال، وأصدرت عملية الإصدار التي تم استثمارات حقيقية وتشجع على زيادة ثقة وأمن المساهمين وحسنت عمليات المراقبة والإشراف، بما يمشى مع المعايير الدولية واستهدفت جميع هذه التطورات بصفة عامة تنشيط عملية الإصدار، التي تمثل استثمارات حقيقية وتشجع على زيادة المشاركة في تراكم رأس المال .

وأصدرت مصر قانون الشركات رقم 159 في عام 1971 وأصدرت الأردن قانون الشركات الجديد رقم 22 في عام 1997، وواصلت الكويت تطبيق القانون رقم 15 لسنة 1970 والتعديلات التي أدخلت عليه في الأونة الأخيرة ويمثل القانون المصري ولائحته التنفيذية أكثر مجموعات القواعد العربية تحديدا بشأن شتى أنواع الشركات وإدارتها ومراجعة الحسابات والعقوبات كما يتناول القانون إدارة، وبخاصة فيما يتعلق بالشركات الأجنبية في مصر والتعريفات في الشركات مثل الانماجات، مركزا على القضايا المتصلة بالهيكل المالي والإدارة ومراجعة الحسابات.⁽²⁾

1-3- القوانين والأنظمة الأخرى ذات الصلة بسوق الأوراق المالية:

ترد قواعد شتى تتعلق بسوق الأوراق المالية في صكوك مثل قوانين الضرائب ومراجعة الحسابات والاستثمار الأجنبي وكثيرا ما تتضمن قوانين الضرائب إعفاءات يجوز منحها للمساهمين المحتملين والموجودين بغية تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل بعض القوانين إعفاءات في جانب العرض لتشجيع الأعمال التجارية الأسرية الملكية المغلقة على ان تصبح شركات مساهمة ويمكن أن تشمل الإعفاءات خفض أو حتى إلغاء الضرائب على الأرباح الموزعة للأوراق المالية و/أو على الأرباح من بيع الأسهم وقد غيرت بعض البلدان العربية قوانينها لخفض العبء الضريبي على شركات المساهمة وأعفت الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب لتشجيع المشاركة الجديدة والاستمرار في السوق وينبغي ملاحظة أنه لا توجد قوانين ضريبية متعلقة بالأوراق المالية في دول الخليج.

(1) رسمية احمد ابو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 32 .
(المرجع نفسه، ص 32.)²

وتطلب معظم البلدان العربية من شركات المساهمة تطبيق المعايير الدولية لمراجعة الحسابات لتحديد نوعية الإفصاح ويساعد على تنظيم تقديم المعلومات عن السوق وينبغي أن يحدد هذا القانون مسؤوليات مراجعي الحسابات وإجراءات الوفاء بهذه المسؤوليات والعقوبات التي تفرض على خرق القوانين وفي مصر، عرض المشروع النهائي لقانون متطلبات مراجعة الحسابات على الجمهور لمناقشته في عام 2001، ثم عرض على مجلس الشعب الذي أقره كقانون ويمثل هذا خطوة في الاتجاه الصحيح من حيث تنظيم وتطور المهنة، وفي الكويت ينص القانون رقم 5 لسنة 1981 على متطلبات ومسؤوليات مراجعي الحسابات فضلا عن أحكام العقوبات والحالات التي تطبق فيها لضمان المعاقبة على أي فعل.

في السوق العربية تجري وفقا للمعايير الدولية، ومن الضروري استخدام إجراءات ومصطلحات متطابقة في شتى الأسواق المالية لضمان حد أدنى على الأقل من التنسيق الإقليمي، كما أن عدم وجود ممارسات لمراجعة الحسابات أو قصورها في بعض الأسواق العربية والافتقار إلى معلومات مالية دقيقة والاختلافات في اللوائح التنفيذية المتعلقة بمراجعة الحسابات تمثل كلها عوامل تضعف نظام السوق. وعلى خلاف ذلك، فإن التنسيق الفعال ييسر قرارات الاستثمار، ويعزز تطوير ممارسات مراجعة الحسابات الشفافية، التي تفيد المستثمرين.

وبغية تشجيع تدفقات الاستثمار، عمدت معظم البلدان العربية إلى تعديل قوانين الاستثمار بها، وتوفير الضمانات وزيادة الحوافز، وتسيير عمليات التداول.

ولا تخضع معظم البلدان العربية بما في ذلك الأردن ولبنان ومصر قيودا على الاستثمار الأجنبي، وعدلت القوانين في البحرين للسماح لمواطني الدول الخليجية بتملك 100% من أسهم شركة ما (مقابل 49% فيما مضى) ويجوز للأجانب الآخرين حاليا تملك 49% كحد أقصى من أي شركة مدرجة (مقابل 24% من قبل وفي قطاعات معينة من الاقتصاد فقط).⁽¹⁾

2- البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية العربية:

تشتمل العناصر الهيكلية الأساسية لسوق الأوراق المالية نظام التداول والإيداع المركزي للأوراق المالية وقواعد التسويق والمقاصة على:

2-1- نظام التداول:

وهو نظام يتم من خلاله تنظيم وتنفيذ عمليات الأوراق المالية المدرجة في السوق وقد أقدمت العديد من أسواق الأوراق المالية العربية على تعديل هذه الأنظمة بما يتماشى مع التطورات الدولية في هذا المجال ومن أهمها قيام العديد من الأسواق الأوراق المال العربية بمكننة أنظمة التداول لديها وتحديثها، وقد ساهم ذلك في زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وزيادة سهولة التداول فضلا عن زيادة شفافية السوق. كما ينبغي إنشاء نظام إلكتروني لوضع أوامر الشراء وعروض البيع ولتنفيذ العمليات التي تنتج عنها وكذلك مستوى كل دولة ثم يتم الربط بين هذه النظم على مستوى الأسواق العالمية التي يتم فيها تداول تلك الأوراق. وتستخدمك ثلاثة نظم تداول في العالم العربي، إذ يستخدم نظام (EFA) الكندي في الإمارات العربية المتحدة البحرين

(صندوق النقد العربي، التكامل العربي في ضوء التجربة الأوروبية الاستراتيجية الاقتصادية نموذجاً، 2010، ص ص 08-01.)¹

قطر، مصر، المملكة العربية السعودية في حين تستخدم كل من تونس، لبنان، المغرب نظام التداول الفرنسي (NSC-UNIX) وتستخدم الكويت نظام فريد.⁽¹⁾

2-2- نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية:

يمثل وجود نظام الإيداع المركزي دعامة أساسية في قيام السوق بوظائفه بكفاءة ويزيد من درجة سيولته مما يجعل التعامل فيه عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والاجنبي.

يقوم هذا النظام على حفظ جميع الأوراق المالية التي يتم عليها التداول لدى جهة مركزية واحدة بدلا من تداول الورق من حائز لآخر فان العملية يتم تبسيطها لتصبح مجرد قيد بالدفاتر ويمثل الإيداع المركزي للأوراق المالية تمديدا لقواعد المقاصة والتسوية ويمكن أن يؤثر على سرعة تداول الأسهم.⁽²⁾

2-3- المقاصة والتسوية:

أوصت مجموعة الثلاثين G30 بالإسراع بعملية التسوية بحيث تتم مقابلة أوامر الشراء والبيع في اليوم التالي من عملية التداول (T+1) وتتم تصحيحها من قبل ISSOA بحيث يتم مقابلة أوامر الشراء والبيع في نفس يوم

التداول وتنتهي عملية التسوية والمقاصة في (T+3) ولكنها أوضحت أيضا أن نظام الكفاء في عملية التسوية هو النظام الذي يتسم بدقة عالية ولا يوجد بها أخطاء ويمكن الحكم على كفاءة النظام القائم من خلال نسبة العمليات التي يوجد بها خطأ ولم تتم تسويتها إلى عدد الأيام التي فيها تصحيحها فكلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على كفاءة النظام القائم .

بالنظر إلى أن التسويات تتطلب نظاما مركزيا لحفظ المعلومات والمستندات، قررت البلدان العربية الثلاثة التي ربطت أسواقها (الكويت ولبنان ومصر) إنشاء شركات خاصة، مستقلة عن السوق، لأداء وظائف التسوية والإيداع والمقاصة. وأنشأت الكويت أول شركة للمقاصة لتسوية في عام 1982. تلتها لبنان في عام 1994 ومصر في عام 1996. وتستند أنشطة الشركات الثلاث إلى توصيات "مجموعة الثلاثين" التي وضعت المعايير الدولية لنظم المقاصة والتسوية.

وفي مصر، أنشئت شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي بموجب قانون سوق المال (القانون رقم 95 لسنة 1992) الذي يتناول شركات التداول في البورصة، ويعتبر أن مقاصة وتسوية الأوراق المالية أحد الأنشطة التي يتعين أن تضطلع بها هذه الشركات.

ويجيز الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لأسواق الأوراق المالية إنشاء شركات تكون مؤسسة عن تنظيم تسلم وتسليم الأوراق المالية التي تتداولها شركات الوساطة وعن تسوية الحسابات وفقا للقواعد التي أقرتها الهيئة العامة لسوق المال. وبدأت شركة مصر للمقاصة كشركة مساهمة في عام 1996. ومع اعتماد قانون التسجيل والحفظ المركزي للأوراق المالية (القانون رقم 93 لسنة 2000)، أصبحت شركة مصر للمقاصة هي الشركة الوحيدة في مصر المسموح لها بالعمل في أنشطة المقاصة والتسوية لبورصتي القاهرة والإسكندرية.

(احمد البيطار، المعالجة التشريعية والانظمة المتعلقة بالاسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، صندوق النقد العربي، 2002، ص 09.¹
(اسامة جعفر الفقيه، تنظيم اسواق المال العربية، ورقة مقدمة الى مؤتمر اندماج اسواق المال العالمية وانعكاسه على دول مجلس التعاون لدول الخليج،² المتعددة في الكويت 07-08 اكتوبر 1989، ص 48 .

وتعمل الشركة كوكالة للحفظ المركزي ومسك الدفاتر للبورصتين، وتكمل إجراءات تحويل ملكية الأوراق المالية؛ وتحفظ سجلات المعاملات لفترة خمس سنوات على الأقل وجميع الملفات المتعلقة بهذه المعاملات لفترة لا تقل عن ثلاث سنوات.

ويشير بعض الخبراء إلى أن توصيات "مجموعة الثلاثين" بشأن المقاصة والتسوية لم تنفذ بعد في بعض الأسواق العربية للأوراق المالية. ويمكن أن يبسر استخدام مبدأ التسليم مقابل الدفع والرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية، التداول فضلا عن ربط الأسواق العربية للأوراق المالية.⁽¹⁾

2-4-4- نشر المعلومات:

يحتاج جمهور المستثمرين إلى معلومات عديدة تمكنه من القيام ببيع أو شراء الأوراق المالية بما يتماشى مع فرضية كفاءة السوق المالية كما أشرنا إليها سابقا في الفصل الأول فيحتاج المستثمر لمعلومات تتعلق بالشؤون العالمية لتكوين فكرة عن تلك الظروف ومدى تأثيرها على الاقتصاد المحلي الذي تنشط فيه السوق المالية.

بعد ذلك يعرج إلى جميع معلومات عن البيئة المحلية للاقتصاد خاصة درجة النمو، التضخم أسعار الفائدة معدل البطالة وهي ظروف يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية ثم ينتقل بعد ذلك إلى ظروف وأحوال الصناعة المحلية مثل درجة المنافسة، الفرص المستقبلية لتطوير المنتجات، الاعتماد على العنصر البشري أولا... إلخ في الأخير يركز اهتمامه على الوضعية المالية للمؤسسة ومركزها التنافسي والتنظيم الداخلي لها.

لذا يمثل نشر المعلومات أحد العمليات التي تدعم التداول وأنشأ اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية الشبكة العربية لأسواق المالية في ديسمبر 2001 من أجل توفير معلومات يسهل الوصول إليها في الوقت المناسب عند أسواق الأوراق المالية الأعضاء وقبل وجود هذه الشركة كانت أسواق الكويت ولبنان ومصر قد عقدت اتفاقا مع روتيرز لتقديم معلومات للمستثمرين في البلدان الثلاثة.⁽²⁾

3- اتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:

فيما يلي عرض لجهود الربط الأسواق الوراق المالية في منطقة العربية:⁽³⁾

3-1- تطور اتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية منذ 1999: لقد تمكنت أسواق الأوراق المالية العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل في بينها وذلك من خلال عقد

الاتفاقيات الثنائية والثلاثية وتهدف هذه الاتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين الأسواق الأوراق المالية العربية.

(1) اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا، مرجع سبق ذكره، ص ص 28-29.¹
(2) احمد البيطار، مرجع سبق ذكره، ص 10.²
(3) اسامة جعفر الفقيه، مرجع سبق ذكره، ص 08.³

فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك.

فبالإضافة إلى الاتفاقية الموقعة بين أسواق الكويت والبحرين وعمان والاتفاقية الموقعة بين سوقي البحرين والأردن والأخرى الموقعة بين لأسواق الكويت، لبنان ومصر تم خلال عام 1999 التوقيع على مذكرة التفاهم، بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية هدفت إلى تنمية أفاق التعاون بين السوقيين وسبل تطويره وتذليل العقبات أمام انسياب الاستثمارات.

والأموال بين البلدين كما تم التوقيع على مذكرة التفاهم بين سوق البحرين للأوراق المالية وبورصة القيم المنقولة بدار البيضاء بالمغرب، تهدف إلى تطوير الإجراءات والأنظمة التشريعية بين السوقيين.

أما في سنة 2000 تواصلت جهود التعاون والترابط بين أسواق الأوراق المالية العربية حيث تم التوقيع على اتفاقية التعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال بمصر تعمل بموجبها الهيئتان على زيادة وتنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار وتسهيل شروط إدراج الأوراق المالية وتنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في سوقيين وتشجيع التعاون لوضع قواعد مشتركة للوسطاء الماليين.

وفي مجال الإدراج المشترك بين الأسواق تم خلال عام 2000 إدراج شركة السودان للاتصالات في سوق البحرين للأوراق المالية لتكون بذلك أول شركة سودانية تدرج خارج سوق الخرطوم للأوراق المالية.⁽¹⁾

وفي أبريل من عام 2001 بدأت أسواق الأوراق المالية في كل من سلطنة عمان والكويت ومملكة البحرين بتنفيذ المرحلة الأولى من مشروع الربط الإلكتروني فيما بينها.⁽²⁾

وخلال عام 2002 تم توقيع على بروتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة تونس كما تم خلال الربع الثاني من هذا العام الاتفاق بين إدارتي سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي على توحيد الكفالة المصرفية المقدمة من قبل الشركات المدرجة ومكاتب الوسطاء بحيث يتم تقديم كفالة واحدة فقط قدرها 10 مليون درهم بدلا من كفالة قدرها 10 مليون درهم لكل من السوقيين كما هو الحال في الوقت الراهن.

وفي سنة 2003 قامت سوق البحرين للأوراق المالية في إطار التعاون مع الأسواق الأخرى بتوقيع مذكرة تفاهم مع سوق طهران (إيران) للأوراق المالية تهدف إلى تعزيز التعاون القائم بين السوقيين في مختلف المجالات وخصوصا في الجوانب المتعلقة بخلق وتفعيل قنوات تبادل المعلومات بين السوقيين وتبادل الخبرات ذات العلاقة بنشاطهما علاوة على الاستفادة من برامج التدريب المتخصصة التي تتضمنها الجهات المختصة بقطاع الأوراق المالية في البلدين.⁽³⁾

3-2-تقييم جهود الربط الثنائي والمتعدد الأطراف لأسواق الأوراق المالية العربية:

(صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2001، ص 126.¹
(صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2002، ص 24.²
(صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2003، ص 123.³)

ما يلاحظ على جهود الربط الثنائي أو المتعدد الأطراف للأسواق الأوراق المالية العربية، أن أغلبها اتفاقيات ربط ثنائية ولم تتعدى إلى اتفاقيات ربط ثلاثية، فمثلا اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال بمصر لسنة 1996 والتي انضمت إليه بورصة بيروت في مرحلة ثانية لم ينظم إليه أي سوق أوراق مالية عربي آخر، كما كان متوقع وفضلت الدخول في اتفاقيات ربط ثنائية، فوكت كل من البحرين والكويت، البحرين وعمان، عمان والكويت اتفاقيات لربط بينها وهو ما يعني عدم تجاوز الاتفاق الثلاثي والذي كان ينظر إليه باعتباره نواة لقيام بورصة موحدة.

ويرجع السبب في ذلك الى أن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من عدم تجانس في القوانين التشريعية والتنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها وحول تقييم أثر الربط بين البورصات العربية وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان، يؤكد الخبراء أنها كانت خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات حيث لم يزد جم التعاملات ولم يأت أحد من لبنان إلى مصر، بل على العكس كان تواجد

المستثمر السعودي في البورصة المصرية أو الكويتية أو لبنانية أكبر من تواجد المستثمرين من الدول التي تم الربط بينها.⁽¹⁾

3-3- الجهود الجارية صوب ربط الأسواق المالية العربية:

أقر اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية إنشاء الشبكة العربية للأسواق المالية ومؤسسة عربية مشتركة للتقاص والتسوية، وقد أنشأت الأولى في سبتمبر 2001، ولكن اختلاف وجهات النظر بشأن متطلبات رأس المال الأولي اخر بإنشاء الثانية، الذي كان من المقرر أن يتم في مطلع عام 2002 وستسهل مؤسسة التقاص والتسوية، عندما تفتتح، التداول العابر للحدود أمام المستثمرين من الدول الأعضاء في الاتحاد تمتد أهدافها إلى ما يجاوز أنشطة المقاصة والتسوية، ذلك أنها ستشارك في تحويل الأموال بين البلدان العربية وستنظم عمليات إصدار وعرض الأوراق المالية، ستتحسن إلى حد كبير الآفاق المرتقبة للربط بين الأسواق العربية للأوراق المالية، كما ستعمل كمركز إيداع دولي للأوراق المالية، وحدد الاتحاد أنشطة المؤسسة كما يلي:

- القيام بأعمال المقاصة والتسوية للمعاملات بين مختلف الأسواق العربية.

- القيام بمهمة مركز الإيداع والسجل المركزي.

- تيسير العمليات المتعلقة بإدراج وتداول الأوراق المالية للشركات العربية.

ويتصدى الاتحاد لقضية نشر الثقافة بين المستثمرين التي تكتسي نفس القدر من الأهمية وربما لا يدرك المستثمرون الإقليميون المحتملون الفرص الجديدة التي يوفرها الربط بين أسواقهم للأوراق المالية.

وتقوم شبكة الأسواق المالية العربية التي أنشأها الاتحاد بدور رئيسي في توعية المستثمرين وتشجيع الشفافية بين الأسواق العربية للأوراق المالية، وتتوفر للمستثمرين من خلال الشبكة إمكانية وصول سهلة إلى المعلومات بالاتصال المباشر في الوقت المناسب عن وضع الشركات المدرجة للتداول وأسعار الأسهم ومؤشرات الأسواق

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 109.

في شتى أرجاء المنطقة، وتمثل خازنة للمعلومات بشأن الشركات المدرجة، والمعلومات المتعلقة بقواعد وأنظمة الأسواق المالية، وتوجيه الأوامر وتغطية الأحداث المباشرة وأنشطة الأسواق، وأكملت هذه المرحلة من مشروع الاتحاد بإنشاء موقع إلكتروني لشبكة الأسواق المالية العربية.

والهدف من المرحلة الثانية للشبكة هو تيسير الربط الإقليمي بين أسواق الأوراق المالية من خلال إنشاء بورصة ظاهرية للأوراق المالية عن طريق الاتصالات الإلكترونية، يشار إليها بعد اسم " الشبكة" ويجري حاليا تطوير هذه الآلية، واقتراح الاتحاد تشكيل مؤسسة للبورصات العربية لتحديد أنشطة الأوراق المالية تداولاً بحيث يمكن إدراجها إلكترونياً في جميع الأسواق العربية للأوراق المالية مما ييسر المعاملات العابرة للحدود ويستحسن إمكانية الوصول إلى أموال الاستثمار الإقليمية بالنسبة للشركات العربية.

وستندمج شبكة الوصلات البيئية الإلكترونية بين الوسطاء وأسواق الأوراق المالية المترابطة للوفاء بشتى القواعد والأنظمة المنطبقة على فرادى الأسواق، وستكون الوصلة البيئية غير منظورة بالنسبة للوسيط، وستظهر الشركات المشاركة مدرجة في البورصات الظاهرية الموحدة، عندما تصبح في الواقع مدرجة في أسواقها المحلية للأوراق المالية وتنظمها القواعد والأنظمة المحلية، وبهذا المعنى ستكون البورصة الظاهرية أيسر من تنفيذ منصة التداول عربية واحدة، تتطلب التنسيق الكامل للأنظمة وتوحيد التشريعات المالية وستتوفر معلومات شاملة عن قواعد وأنظمة كل سوق الأوراق المالية لصالح المستثمرين من خلال الموقع الإلكتروني لشبكة الاسواق المالية العربية.

ويجب أن يتعرف المستثمرون العرب الذين يشاركون في الأسواق الرأسمالية المتقدمة في خارج المنطقة على القواعد واللوائح الناظمة لمعاملاتهم في هذه البورصات، ولا غنى للمستثمرين من داخل المنطقة الذين يمارسون المعاملات من خلال البورصة الظاهرية العربية للأوراق المالية عن فعل لشيء نفسه وبموجب نظام الشبكة، ستحتفظ كل بورصة وطنية بهويتها ونكهتها المحلية لخدمة احتياجات شركاتها المحلية على نحو أفضل، غير أن الشبكة ستيسر أيضاً المعاملات العابرة للحدود، بتوفير إمكانية وصول أسرع وأفضل للمستثمرين إلى أسهم الشركات العربية المدرجة للتداول في شتى أرجاء المنطقة.

ويمكن استخدام عدد من الاستراتيجيات المختلفة لتيسير تدفقات الاستثمار بين بلدان المنطقة وربط الأسواق المالية :

- يمكن لشركة ما أن تدرج أسهمها في أكثر من بورصة واحدة لزيادة فرصة الحصول على أموال رأسمالية، وعلى سبيل المثال، أدرجت مؤسسة الاتصالات القطرية "كيوتل" في سوق الدوحة للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بصورة مشتركة، مما أتاح للشركة فرصة الحصول على استثمارات في جميع البلدان الثلاثة، وأمضى مدراء " كيوتل" وقتاً طويلاً وأنفقوا مبالغ هامة في التعرف على قواعد وأنظمة كل سوق من أسواق الأوراق المالية وتلبية متطلباتها من حيث إجمالي القيمة السوقية والإفصاح المالي والإدراج والرسوم وما إلى ذلك.

وهذه طريقة باهضة الكلفة لجمع رأس المال السهمي بالنسبة للجميع باستثناء كبرى الشركات.

- وثمة خيار ثان هو أن تعتمد الشركة إلى زيادة فرص وصولها إلى أموال الاستثمار الإقليمية بالسعي لدى حكوماتها للسماح للمستثمرين الأجانب بالوصول إلى أسواقها المحلية للأوراق المالية، ومن شأن هذا، في حالة كيوتل أن يزيل الحاجة إلى الإدراج المشترك في البورصات الثلاثة والتكاليف المتصلة بهذا، غير أنه كان يستعين على المستثمرين في الإمارات العربية المتحدة والبحرين استيعاب تكاليف جديدة تتصل بالحصول على المعلومات المالية في الوقت المناسب عن الشركة المدرجة خارج سوقيهما للأوراق المالية والتسجيل كمستثمرين أجنب في سوق الدوحة للأوراق المالية وممارسة المعاملات من خلال شركة وساطة قطرية.

- وثمة استراتيجية ثالثة يشجعها اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية من خلال مشروعه لإقامة شبكة هي ربط سوق الدوحة للأوراق المالية للوسطاء المحليين في الإمارات العربية المتحدة والبحرين من خلال مقسم الوصلات البيئية المالية، كما لو كانت الأسهم مدرجة بصورة مشتركة في سوقيهما المحليين للأوراق المالية وستكون وصلة الشبكة وشفافة بالنسبة للوسطاء والمستثمرين، وستكون مبرمجة، حسبما ذكر من قبل، لتلبية شتى قواعد وأنظمة فرادي أسواق الأوراق المالية.

ويمكن للبورصة الظاهرية التي تيسر التداول العابر للحدود زيادة عمق السوق المالية العربية وكمية السيولة بها، وخفض تكاليف المعاملات المرتبطة بهذا التداول، وتوفير المعلومات في الوقت المناسب من خلال أحدث

التكنولوجيات والمساعدة على تفادي عدم كفاية المعلومات والحيازة الطويلة للأوراق المالية التي تتصف بها عادة الأسواق العربية للأوراق العربية.⁽¹⁾

4- متطلبات أخرى للربط والتعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية:

وتتمثل هذه المتطلبات فيما يلي:⁽²⁾

- إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة: يتطلب التعامل في الأسواق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للاتصالات لتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها ولعل تشغيل القمر الصناعي العربي يمكن أن يلعب دور كبير في ربط الأسواق الأوراق المالية العربية كما إن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدى صندوق النقد العربي والاتجاه العربي لبورصات الأوراق المالية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية وبتيح للمستثمر العربي فرصة جيدة لمتابعة استثماراته في هذه الأسواق.

- إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية: لاشك أن إنشاء شركة وساطة عربية يساعد كثيرا على الربط وانفتاح الأسواق المالية العربية ويقتصر نشاط هذه الشركة على مايلي:

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2002، ص ص 242، 241.¹
(2) صلاح الدين احمد السيسى، مرجع سبق ذكره، ص 91.²

- العمل كوسيط مالي للأوراق المالية لشركات عربية مشتركة.
- العمل كوسيط مالي يقوم بترتيب عمليات بيع مباشر للأوراق مالية جديدة والأوراق المالية المتداولة.
- تتكفل بضمان تسويق الإصدارات الجديدة.
- تقديم الاستثمارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.

ويمكن إضافة إلى ما سبق:⁽¹⁾

ضرورة التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية في مجال الإفصاح والشفافية حيث طلب المؤتمر الذي انعقد في الدوحة في 24-25 أبريل 2005 بضرورة الاستفادة من التقنيات الحديثة في نقل المعلومات وربط الأسواق الأوراق المالية عبر شبكة الانترنت وكذا استخدام أحدث التقنيات فيما يتعلق بالتسويق المعلومات .

تفعيل الإدراج المشترك بين البورصات العربية من شأنه تعزيز فرص التعاون بين البورصات ويزيد من انفتاحها على بعضها ويكون ذلك من خلال خلق بيئة قانونية مالية ومتناسقة في كل البلاد المتطلعة للإدراج فوجود قوانين مالية متشابهة بين البلدان الهادفة للإدراج هو من أهم المقومات للإدراج المشترك كما هو حاصل في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى تفعيل دور هيئات سوق رأس المال في التقارب والمقارنة بين الأسواق في البلاد المختلفة لأن الإدراج المشترك

يحتاج إلى غطاء قانوني يراعه ويحميه، كما أن تماثل أو تقارب البيئات التكنولوجية يسهل عمليات الإدراج المشترك، إضافة إلى ما ذكر فوجود قنوات بين أسواق العربية بشكل خاص فيما يتعلق بالتوعية الاستثمارية وتبادل المعلومات حول الأسواق والشركات المدرجة فيها من أهم الخطوات التي تدفع باتجاه هذا الهدف.

ضرورة تحقيق التكامل بين البورصات العربية ضمانا لتدفق رؤوس الاموال إقتداءا بالنموذج الأوروبي حيث أكدت اتفاقية إنشاء الاتحاد الأوروبي على ضرورة توحيد أسواق المال وتخفيض القيود في العامل في البورصات وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية وقد سعت اتفاقية البورصات الأوروبية للقضاء على العقبات التي تحول دون تحقيق هذه الأهداف من خلال الآتي:

- القضاء على عقبة المعلومات عن كل بورصة.
- إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الوراق المالية.
- تخفيض تكلفة عقد الصفقات الأوراق المالية عبر البورصات المختلفة.
- إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي للأوراق المالية.

(1) عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الالفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص 155.

- توحيد شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية على تنويع الاستثمارات سواء في الأسهم أو السندات الحكومية الدولية وسندات الشركات والصكوك الأخرى في امتصاص السيولة في الأسواق وربط الإيداعات بالتوظيف الأمثل للمصادر المالية وزيادة معدل دوران الأوراق المالية.

المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية و دورها في تمويل التنمية

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة تجميعاً لرؤوس الأموال، حيث انه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في غياب التكوينات الرأسمالية، و نظراً لكون البنوك التجارية لا تستطيع بمفردها الاضطلاع بتمويل الاستثمارات متوسطة و طويلة الأجل لقلة الأرصدة المتاحة لديها، كما أن قيامها بتمويل الاستثمارات بالعملة الوطنية قد يترتب عليه آثار تضخمية، تبرز أهمية أسواق رأس المال في عملية التنمية الاقتصادية كأحد الآليات الهامة لتجميع المدخرات و امتصاصها في الشركات و القطاع العام و توجيهها لمسارها الصحيح، هذا علاوة على أنها تقوم بتحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز التي تفتقر إلى السيولة اللازمة لتمويل الاستثمارات متوسطة و طويلة الأجل التي تخدم بدورها أهداف التنمية في أي دولة.

وعن العلاقة بين نمو أسواق رأس المال و التنمية الاقتصادية، فإن الجدل النظري لا يزال دائر بين معارض و مؤيد، حيث شكك المعارضون في أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه سوق رأس المال في عملية التنمية إلى حد الذي وصفها بعضهم بأنها لا تعدو أن تكون مجالاً للمقامرة، و قد أكد ماير 1988 على أن وجود سوق متنوع لرأس المال قد لا يمثل بالضرورة مصدر التمويل المؤسسي.

وقد يرى كل من دفير و سميث 1994 أن الزيادة في توزيع المخاطر عبر أسواق رأس المال يمكن أن تؤدي إلى تخفيض معدلات الادخار و بالتالي معدلات النمو الاقتصادي.

وعلى جانب آخر، يوجد فريق يؤيد دور أسواق رأس المال في دفع عجلة النمو، حيث وجد كينج 1993 ارتباطاً طردياً قوياً بين الزيادة السنوية المتوسطة لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي و المستوى المتوسط للتنمية القطاع المالي خلال الفترة 1986- 1986 .

وقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة على العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي، و من بين هذه الدراسات تلك التي قامت بها كل من روس ليفين و سارة زيرفوس، حيث استخدمت الدراسة عدة مؤشرات للدلالة على نمو سوق رأس المال (معدل القيمة السوقية كمؤشر لحجم السوق و قدرته على تحريك رؤوس الأموال، معدل القيمة الكلية المتبادلة و معدل الدوان لقياس درجة سيولة السوق، و استخدام مؤشر درجة اندماج سوق رأس المال للدلالة على قدرتها على تنويع المخاطر)، أما عن المتغيرات المحددة للنمو الاقتصادي فتمثلت في متوسط الدخل الحقيقي، نسبة الالتحاق بالمرحلة الثانوية، عدم الاستقرار السياسي، الاستهلاك الحكومي، معدل التضخم، حجم التداول في السوق السوداء، و قد توصلت الدراسة إلى أن هناك

علاقة ارتباط موجبة بين مؤشرات النمو المالي و متوسط دخل الفرد الحقيقي سواء تم تثبيت المتغيرات الأخرى أو لم يتم تثبيتها.⁽¹⁾

وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى انه على الرغم من توصل بعض الدراسات الاقتصادية إلى أن العلاقة بين النمو المالي و النمو الاقتصادي تسير في اتجاهين إلا أن نتائج معظم الدراسات التطبيقية تعضد اتجاه السببية من النمو المالي إلى النمو الاقتصادي و ليس العكس، و يعبر كينج 1993 عن ذلك بقوله أن النمو المالي يقود إلى النمو المالي.

بصفة عامة نستطيع القول أن أسواق رأس المال تقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية و النمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدد من الوظائف تتمثل في:⁽²⁾

1- تعبئة المدخرات:

تساهم أسواق رأس المال في البلدان العربية في تعبئة المدخرات و تمويل النشاط الإنتاجي حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة للمدخرين لتنوع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملانمة لتفصيلاتهم من حيث المخاطر و العائد، و السيولة، و يؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول المالية الأكثر سيولة من خلال تنويع توظيفها في أكثر من مشروع و تخفيض تكلفة المعاملات عن طريق استغلال اقتصاديات الحجم و التخصص في تقييم المشروعات الاستثمارية و اختيار اكبرها انتاجية، فالسوق الاولى تقدم الفرصة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم و يتيح للشركات مصدرا خصباً لتمويل احتياجاتها، بينما يلعب سوق التداول دوراً هاماً بالنسبة

للوحدات الاقتصادية التي ترغب في اصدار اوراق مالية جديدة، هذا علاوة على ما يوفر سوق التداول من سيولة لحاملي الاوراق المالية و تكمن اهمية سيولة الاوراق المالية لعملية التنمية الاقتصادية في ان الكثير من الاستثمارات المربحة تحتاج الى تمويل طويل الاجل فحين ان المدخرين لا يفضلون فقدان السيطرة على مدخراتهم وبالتالي فان اسواق الاوراق المالية عالية السيولة توفر لهؤلاء اموالاً مالية يمكنهم بيعها بسهولة مع انخفاض التكلفة، بالإضافة الى انها تقلل درجة المخاطرة في الاستثمار طويل الاجل من خلال م توفره من فرص امام المستثمرين لتنويع محافظهم المالية.

و على الرغم ان دور البورصات في تعبئة المدخرات المحلية لا يزال غير واضح، و عما اذا كانت تزيد من التعبئة الاجمالية للموارد المحلية بالفعل ام انها مجرد وسيلة لتوجيه ذات القدرة من الموارد، فانه يمكن القول بانها تقوم على المستوى الاقتصادي الكلي بدور القائد للمدخرات الاجنبية و تساعد البلدان على تجنب الاقتصاد لمفرط الذي يعرضها الى زيادة قيمة مدفوعات خدمة الدين في حالة ارتفاع اسعار الفائدة الدولية.⁽³⁾

2- ادارة المخاطر المالية:

تقوم مؤسسات الوساطة المالية بعملية توزيع الارصدة المتاحة للاقراض و المتاحة للاستثمار في المشروعات الاقتصادية المختلفة عن طريق ادارتها للمحافظ الاستثمارية و تجميع المخاطر و ادارتها وفقاً لمحددات الاستثمار و

(شذا جمال خطيب وصعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الاسواق العربية لراس المال، دار مجدلاوي، عمان، 2008، ص 55. ¹
(حسان خبابة، دور اسواق الاوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيح، 2004، ص 06-08. ²

(محمد صبري هارون، احكام الاسواق المالية الاسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الاسلامي، دار النفائس، الاردن، الطبعة الثانية، ³ 2009، ص 70.

اعتبارات العائد و المخاطرة و السيولة المرتبطة بها، بما يخفض من تكلفة المخاطر المجمع مقارنة بما قد تقضي اليه مخاطر اخفاق مشروع واحد على مدخر واحد او مسيثمر واحد، هذا علما بان اجهزة الوساطة المالية في النظم المالية الاكثر تقدما لا تنظر فقط الى استخدامات جارية افضل للموارد و لكنها تاخذ باعتبارها ايضا الاستخدامات المستقبلية بهدف تحقيق تخصيص افضل للموارد عبر الزمن و تحفيز التقدم التكنولوجي لتحقيق معدلات النمو المنشودة و ضمان استمراريتها.⁽¹⁾

3- تخفيض تكلفة المعلومات و تسعيرها:

تدفع الاسواق المالية الواسعة و عالية السيولة الى حيازة المعلومات و تقدم اساليب الفرز و الرصد، حيث تقوم البورصات بجمع المعلومات و تعميمها بحيث تعكس اسعار الاوراق المالية، كما توفر مؤسسات التصنيف الائتماني البيانات و المؤشرات عن ملاءة المقترضين و جدوى المشروعات و فرص الاستثمارات المربحة، الامر الذي يساعد المدخرين و المستثمرين على اتخاذ القرار الصحيح منتفعين بمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عمليات البحث عن المعلومات و تحليلها و تفسيرها.⁽²⁾

4- احكام الرقابة على ادارة الشركات:

تسهم الاسواق المالية المتطورة بما توفره من معلومات في احكام الرقابة على ادارة الشركات حيث تقوم اجهزة الوساطة المالية بتقييم اداء المنشآت و المشاريع و رصد استثماراتها، علاوة على مساهمتها في التوجيه الاداري للشركات و الربط بين اداء الشركة و الحوافز التي يحصل عليها المنظومة لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين و مصالح الملاك، و يتفق عدد من الاقتصاديين على ان كفاءة سوق الاوراق المالية تتطلب ان يكون القطاع المالي باسره يعمل بكفاءة، بحيث يترتب على ذلك مجموعة من الآثار الخارجية الايجابية مثل التحسن في عمليات الوساطة المالية و احتمالات نقل الخبرة و التكنولوجيا، و يؤكد كلارنس على ان دور سوق الاوراق المالية و دور اجهزة الوساطة المالية متكاملان وليس بديلان، ومن ثم فان الدول التي تحظى باسواق الاوراق المالية متطورة تتمتع ايضا ببونوك متطورة و باجهزة وساطة غير مصرفية متطورة، بينما يرى فريق اخر ان العلاقة بين البورصة و اجهزة الوساطة المالية ليست واضحة تماما، ورغم انه لا يوجد اتفاق في الراي بشأن السرعة التي ينبغي بها تطوير هذه الاسواق و لاسيما بما يتعلق بان يسبق تطويرها النظام المصرفي، غير انه لا ينبغي ان نبالغ في الخلاف بين الرايين حيث ان اسواق راس المال لن يتسنى لها القيام بدور مهم الا في المراحل الخيرة في التطور عندما تكون الانظمة القانونية و المؤسسية قد وضعت، وتكون الثقة قد توافرت لدى الجمهور لتداول قطع من الورق لا تحوي غير وعد بالدفع و تجدر الإشارة الى ان هناك مجموعة من الظواهر يمكن ان تحد من الدور الحيوي الذي يمكن ان تلعبه ابواق راس المال في دفع عجلة النمو الاقتصادي و تتلخص فيما يلي:⁽³⁾

(المرجع نفسه، ص 50.¹
(حسان خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 09.²
(شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص 56.³)

-عدم تجانس المعلومات:و يقصد بها التوزيع غير المتساوي للمعلومات الناجم عن عدم توافر درجة عالية من الافصاح و الشفافية للمعلومات.

-اثر العدوى:يظهر اثر العدوى عندما ينتشر فقدان الثقة في بنية النظام المالي حيث يزداد معدل التصفيات و تزداد الضغوط من اجل بيع و سحب العملات.

-التقلبات و المضاربة:مع التطور في تنظيم اسواق راس المال تزداد المخاطر المرتبطة بالدرجة العالية من السيولة المتاحة،ولاسيما مخاطر المضاربة حيث يسمح ارتفاع درجة سيولة السوق للمضاربين بتغيير محافظهم بسرعة و بتكلفة قليلة استجابة للتغيرات في الشائعات او الحالة النفسية و ليس نتيجة لاي تغيير في الاساسيات الاقتصادية.

المبحث الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

على الرغم من حداثة نشأة أسواق الأوراق المالية العربية، وعلى الرغم من التطورات العديدة التي شهدتها، ومن التعاون التجاري الخاص بها، ومن اختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية القانونية لكل منها، فإن لهذه الأسواق جميعها سمة أساسية تتمثل في كونها أسواقاً نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، ومما زاد في إنها صغيرة الحجم، ضيقة النطاق، تستحوذ المصارف على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية.

المطلب الاول: معوقات تنظيمية وغياب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

1-معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية:

على الرغم من التطورات في التشريعات والأنظمة التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات السابقة إلا أنه مازالت التشريعات في بعض الدول العربية تعاني من عدة أوجه قصور تعترض قدراتها على القيام بالدور المطلوب منها، وتقلل من فعاليتها.

من الملاحظ أن بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية قد تم إعدادها في مراحل معينة سابقة، وفق أطر نظرية لم تتوفر لها التجارب العلمية، وقد أدى ذلك إلى عدم قدرة هذه القوانين على مواكبة التطورات المستمرة، في أسواق الأوراق المالية الدولية.⁽¹⁾

ومن أمثلة ذلك أن التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي المرحلة الثانية، وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى،ومن هنا فان بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية:

وإذا عمدت بعض الدول العربية إلى تعديل بعض مواد القوانين فان تراكم التعديلات قد أدى إلى تعرض القوانين للتغيرات المستمرة، ومن الطبيعي أن عدم ثبات القوانين لا يمكن أن يساعد على استقرار تلك القوانين

(احمد البيطار،مرجع سبق ذكره، ص ص 16-19.)¹

من ناحية ويؤدي من ناحية ثانية إلى أن تنتشعب القوانين وتتداخل فيما بينها مما يؤدي إلى الارتباك وبخاصة حين تتعارض تلك القوانين مع بعضها البعض فيصبح من الصعب التوفيق بين المواد المختلفة المتداخلة فيما بينها من جهة، والمتناقضة من جهة أخرى.

كما أن إصدار القرارات المنظمة لحالات معينة كلما دعت الحاجة إلى ذلك أدى إلى أن يعترض عمل هذه الأسواق في الكثير من الدول العربية تعدد القوانين ذات العلاقة، وعدم انسجامها مع بعضها البعض، إضافة إلى تعدد الجهات القائمة على تنفيذ هذه القوانين.

ومن أوجه القصور في عدد من الدول العربية غياب التشريعات المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة.

ومن تلك الأوجه، أن الأسواق المالية في كثير من الدول العربية لا تزيد عن أن تكون وحدة تابعة للقطاع العام أو ملحق لإحدى جهاته، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا، ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتية، وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها كما يحب، وليس كما تريد هي وتحتاج.

غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في تقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح كما أوصت بها

الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية I.O.S.C.O⁽¹⁾ وهي كما يلي:

- الأصول الواجب تضمينها في نشرة الإصدار.
- وصف الشركة المصدرة وعملها.
- تركيبة رأس المال الشركة.
- استعمال العائد من الإصدار.
- المعلومات المالية التي تحتوي على الميزانيات السنوية لثلاث سنوات.
- وصف الشركات التابعة إن وجدت.
- إدارة الشركة.
- تحديد هوية الأشخاص الذين يملكون 10% من أسهم الشركة.
- تسويق الأوراق المالية المصدرة.

(دريدي بشير و بن عمر الاخضر، مشاكل الاسواق المالية العربية ومحاولة التكامل بينها، ملتقى دولي حول السوق المالي بين النظرية والتطبيق في 1 اطار تجارب الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، يومي 21-22 اكتوبر 2008، بدون صفحة.

- عوامل المخاطرة.

- نقصان في قيمة حقوق المساهمة.

- يجب أن تحتوي نشرة الإصدار على معلومات كاملة وصحيحة، ويجب أن تفرض عقوبات على كل جهة تنظم نشرة الإصدار خاطئة، أو بيانات تحتوي على معلومات مضللة.

- الإفصاح عن أي تغيير يطرأ على نشاط الشركة بما في ذلك النتائج المالية التي تؤثر فعلياً على القيمة السوقية للسهم.

- إعداد البيانات المالية السنوية مدققة حسب الأصول خلال مدة لا تزيد عن ستة أشهر من انتهاء السنة المالية.

- ويتسم البعض الآخر منها بعدم الوضوح والانسجام وعدم القابلية للمقارنة، كذلك فإن بعض التشريعات لا تحدد الشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات ولا التي يجب أن يلتزم بها المدقق.

كما أغفلت العدد من التشريعات في الدول العربية توفير الحماية اللازمة لهؤلاء المدققين كي يبدو الرأي في أوضاع الشركات والبيانات المالية بكل حياد واستقلال، مما أثر سلباً على الإفصاح وأضعف مستوى التدقيق.

- غياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بنشر بيانات نصف أو ربع سنوية، وحتى في بعض الدول التي تلزم هذه الشركات بذلك فإن صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان يأتي متأخراً نظراً لعدم تحديد فترات إصدارها⁽¹⁾.

- غياب التشريعات التي تحدد إنشاء الأجهزة والآليات المساندة المستقلة مثل مؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ والإيداع المركزي وصناديق ضمان المعاملات وجمعية الوسطاء، كما أوصت به مجموعة الثلاثة للتسوية والمقايضة.

- تفتقر التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات تقدم خدمات التصنيف الائتماني والمؤسسات التي تتعلق بالإصدارات، وذلك لأن مثل هذه الخدمات يساهم في جذب المستثمرين ممن لا تتوفر لديهم الكثير من المعلومات عن قدرة المؤسسة المصدرة على الوفاء بالالتزامات، وتعمل مثل هذه المؤسسات على مساعدة الشركات على الحصول على التداول بتكاليف أقل، وخاصة الشركات ذات الملاءة المالية العالية.

- تقتصر التشريعات في الدول العربية على إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية فيما بينها، ولكن بعض التشريعات في بعض هذه الدول تمنع رعايا الدول العربية الأخرى من شراء الأسهم وامتلاكها حيث مازالت تفرض بعض القيود على الاستثمار الأجنبي.

- انعدام التنسيق بين مختلف التشريعات الخاصة بالأسواق المالية في الدول العربية مما يحد من قدرة هذه الأسواق على التكامل والترابط فيما بينها.

(1) أحمد البيطار، مرجع سبق ذكره، ص 29.

- على الرغم من قيام العديد من أسواق الأوراق المالية العربية بمكتبة أنظمة التداول لديها فان البعض الآخر منها لا يزال يستخدم أنظمة تداول يدوية، ومن المعروف أن الأنظمة اليدوية تتصف بعدم القدرة على تحقيق الكفاءة في عمليات البيع والشراء، وعلى عدم تحقيق العدالة بين المتعاملين.

- ويضاف إلى ما سبق، وجود تباين كبير في القواعد والنظم التي تحكم شروط إصدار القيم المنقولة، وكذا إدراجها في قيد الأسواق العربية، وكذا تباين طرق عمل هذه الأسواق، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، مع ما يرافقها من قصور عملي وجمود تشريعي، وإلى جانب هذا، فإنه غالباً ما تحمل التشريعات والتنظيمات الحالية للسوق الواحدة في طياتها الكثير من التناقضات، كما أن الهياكل التنظيمية للكثير منها غير مكتملة، وهي أمور يترتب عليها سوء أداء، مما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها (1)

- تفتقر هذه الأسواق للضوابط والقواعد التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، وتسهيل المعاملات، وتوفير الحماية اللازمة للمتعامل، كما أن البعض الآخر منها لا يزال حديث العهد بالتنظيم، ومثال ذلك سوق الأوراق المالية في كل من اليمن وسوريا، ومن ثم فإنه يلزم انقضاء مدة زمنية مناسبة ليأخذ التنظيم حقه في التطبيق. (2)

ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية والهيكلية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية منها: (3)

- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي قصور التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة-أسهم عادية-وسندات.

- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.

أما المعوقات الهيكلية فإنها تتمثل فيما يلي:

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط.

(1) منير إبراهيم هدى، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر و محاذير، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1995، ص 658.
(مؤمنون إبراهيم حسن، أسواق الأوراق المالية العربية واقعها وإمكانات تطويرها و الربط فيما بينها-سلسلة الدراسات الاستثمارية-، المؤسسة العربية (لضمان الاستثمار، بدون بلد نشر، 1988، ص ص 33-38.
(صلاح الدين حسن السيسى، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم-تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة-، دار عالم (3) الكتب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص 74.

- عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

- تأخر برامج الخصخصة في البلدان العربية.

- افتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى أدوات الرقابة التي تساعدها على إدارة الأوراق المالية من جهة وغياب المؤسسات المساعدة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم، مثل الشركات الصانعة للسوق.⁽¹⁾

2- قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية:

هناك مجموعة من العوائق تحد من العمل الجيد للأسواق المالية العربية وتتجلى فيما يلي:⁽²⁾

- انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق.

قبل توضيح هذه النقطة نطرح السؤال التالي: من هو صانع السوق؟ ولماذا صناعة الأسواق؟

بينما يعتبر الوسيط بالعمولة الأداة التي تقوم بمطالبة أوامر البيع والشراء الصادرة عن المشتريين، فإن على صانع السوق القيام بالإعلان عن أسعار البيع والشراء للورقة المالية الواحدة في وقت واحد، ويسمى الفرق بين البيع والشراء هامشاً.

وصانع السوق بهذه الوظيفة لا ينتظر أوامر البيع والشراء لمطابقتها حسب رغبات المستثمرين، ولكنه يلتزم بأسعاره المعلن عنها فيما يتعلق بالأسهم، كالأسعار القابلة للتنفيذ الفوري إذا طلب منه أحد الوسطاء بالعمولة أو المستثمر ذاته.

ولما كان معظم تعامل صناع الأسواق إلكترونياً، فإن التنفيذ فيما يتعلق بالأسهم يتم أيضاً بواسطة الكمبيوتر دون حاجة لاتصال مباشر، إلا إذا كانت أحجام التعامل المطلوبة تتجاوز الحجم المعروف من قبل صانع السوق الذين لا يعلنون فقط عن أسعار البيع والشراء للأوراق المالية، ولكنهم يحددون أيضاً الكميات التي يكونون مستعدين لشرائها وبيعها بالأسعار المعلنة.

نجد الكثير من الاسواق تعاني من التقلب الشديد في الأسعار نتيجة لتقلب أحجام التداول. مما يجعل هذه الأسواق متقلبة نتيجة لقلّة الشركات الصانعة للسوق أو انعدامها.

مما نتج عنه عجز هذه الأسواق عن تقديم الطمأنة الكاملة للمستثمر فيها، والتقلب في أحجام التداول يعني غياب السيولة عند هذه الأسواق في أحيان كثيرة، رغم أن بعض الأسواق مثل سوق الأردن قد تطور تطوراً معقولاً من خلال نظام الوساطة بالعمولة فقط دون أي انحراف حدي في معايير السيولة فيه، إلا أننا نرى أنه في ظروف استثنائية، وفي ضوء هذا الواقع، يمكن من حيث المبدأ أن تضاف صناع أسواق الأوراق المالية العربية وظائف يمكن أن توفر تحرك الأسهم الجامدة بحكم آلية صناعة السوق، وما تستلزمه من إقراض واقتراض، يشكّلان حافزاً مالياً لطرفي عملية الإقراض، وتعتبر إضافة لازمة عاجلاً أم آجلاً، لاسيما أن معظم الفوائض النقدية للأفراد والمصارف العربية والجهات الرسمية يتم توظيفها في الأسواق

(1) إبراهيم أحمد جركس و آخرون، تفعيل أداء الاسواق و المؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة، بحوث و مناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العراقي و متغيرات البيئة العربية و دولية، بيت الحكمة، بغداد، الطبعة الاولى، 2002، ص 208.

(2) صالح الدين حسن السبيسي، الشركات المتعددة الجنسيات و حكم العالم تطوير و ربط البورصات العديدة و تأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 92-94.

الدولية، وأحد أسباب هذا الاتجاه في التوظيف يعود إلى ضعف السيولة والعمق في الأسواق الثانوية للأوراق المالية العربية، علماً بأن ضعف السيولة يؤثر سلباً على الاستثمار في المشاريع الجديدة على هيئة شركات مساهمة عامة قابلة للإدراج لأغراض التداول في بورصات الأوراق المالية، وهذا ما يزيد من الحاجة إلى صناع السوق في أسواق المالية العربية.

-عجز السماسرة عن إعطاء المشورة للمشتريين الراغبين في شراء الأوراق المالية، وعدم إمامهم بمهنة السمسرة ومن التعامل بالأوراق المالية.

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بزماد ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

3- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:

تعاين أسواق رأس المال العربية من نقاط ضعف متعددة تحول دون تطور هذه الأسواق، وتحد بالتالي من إمكانيات تعاملها وربطها ببعضها البعض، حيث لا يمكن عزل موضوع تطور أسواق رأس المال عن الأوضاع الاقتصادية والسياسية المتبعة، خاصة فيما يتعلق بعدم توافر إمكانيات تحويل الفوائض المالية العربية والموظفة غالباً في شكل ودائع مصرفية في البنوك الأجنبية إلى قروض عربية طويلة الأجل، وذلك من خلال العمل المصرفي العربي الدولي، سواء كان ذلك من داخل الوطن العربي أو من خارجه، وذلك بسبب إغلاق أسواق رأس مال الدول العربية المستوردة لرأس المال من الداخل إلى الخارج نتيجة قلة الموارد المالية من العملات الأجنبية، وبالرغم من انفتاح دول الفائض المالي على تدفق رأس المال إلى خارج أسواقها المحلية، إلا أن السنوات الأخيرة شهدت محاولات جادة ومخلصة من قبل الدول العربية المستوردة لرأس المال لتذليل معوقات الاستثمار وتهيئة الأوضاع والطرق المناسبة لجذب المزيد من الاستثمارات الخارجية.

ويمكن تصنيف القيود التي تحول دون الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية فيما يلي:

3-1- قيود معلوماتية: تتمثل في: (1)

- ضعف الإيضاح المالي.
- عدم وجود تحليل فني واقتصادي مستقبلي.
- انخفاض الوعي الاستثماري وخاصة لدى الأفراد، ووجود اعتبارات دينية تعوق توجيه المدخرات لأنواع من الأوراق المالية، وذلك فيما يتعلق بتوزيع عائد ثابت لبعض الأوراق المالية كسندات.
- المغالاة في تقدير المراكز المالية.
- عدم توفر شبكة المعلومات على أسس تنبؤية وليس مجرد عرض للبيانات والمؤشرات، بل لابد من توضيح دور هذه المؤشرات في عرقلة أو تنمية البورصة مستقبلاً.
- نقص نظام المعلومات بالبورصات وغياب مراكز دعم القرارات.

(المرجع نفسه، ص105.)¹

- عدم دراسة السوق المحلي وتحديد صفاته وخصائصه، سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو للشركات، وتوفير مجموعة متنوعة من الأوراق المالية المناسبة لخصائص كل نوع وسلوكه.

3-2- قيود تنظيمية: وتتلخص فيمايلي: (1)

- ضعف الهياكل التنظيمية واعتمادها على الشكل الهرمي الذي لا يتناسب مع طبيعة العمل بالبورصات.

- غياب التخطيط الإستراتيجي للبورصات العربية.

- غياب أدلة طرق التداول.

- انتشار الشركات الاستثمارية المالية مما يقيد حجم الاستثمارات المالية وشكلها.

- تعدد المصطلحات المالية والاستثمارات نتيجة لتباين الثقافات العربية، وتأثيرها على البورصات، كل ذلك يعوق الاتصالات فيما بين البورصات العربية وبين الشركات المقيدة والمتعاملة داخل البورصات

- عدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع وجمهور المتعاملين.

- غياب الابتكار وتجديد في أدوات الاستثمار والادخار.

- نقص التوجه نحو العالمية في الأداء والتركيز على الأبعاد المحلية.

- صعوبة منافسة البورصات العالمية.

كما أن هناك معوقات لتطبيق الربط بين البورصات العربية، وهي:

- عدم توافق السياسات النقدية وسياسات الاستثمار والإقراض.

- في أي محاولة لتحقيق التكامل بين البورصات تتجه رؤوس الأموال للأسواق الأقوى مع حرمان بقية الأسواق من الاستثمارات التي تعمل على تنميتها.

3-3- قيود مالية:

وإضافة إلى قيود المعلومات التنظيمية فإنه يمكن إضافة القيود المالية، وهي كالتالي: (2)

- الرقابة على النقد الأجنبي.

- قيود تحويل العملات الأجنبية.

- تأخر تحويل قيمة الأوراق المالية إلى الخارج.

(1) أمل مصطفى عصفور، المالية، ملتقى حول تنظيم و ادارة البورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورقة عمل بشرم الشيخ مصر، 01-06-2005، ص ص 248-250.

(2) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 175.

- فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول.

- أثر التضخم على عائد السندات.

- ضعف البورصات من حيث حجم التداول.

- غياب السماسرة المتخصصين.

- عدم السماح لتملك الأوراق المالية لبقية العرب.

- غياب بنوك الاستثمار والاستثمار في الأوراق المالية.

المطلب الثاني: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي

1-ضيق نطاق السوق:

تتصف معظم أسواق الأوراق المالية العربية بالضيق، ويتمثل ضيق هذه الأسواق ومحدوديتها في قلة الأدوات الاستثمارية المتاحة، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، في حين أن أسواق السندات لا تزال في مراحلها الأولى، حيث تعتمد الشركات في تدويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات، وعدم التزامها بقواعد الشفافية والإصلاح، إضافة إلى النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر على التعاملات في هذه الأسواق الأسهم ووسائل التدويل التقليدية.

ويتمثل ضيق هذه الأسواق في قلة عدد الشركات المدرجة فيها، وترتكز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وانخفاض معدل الدوران.⁽¹⁾

2- ضآلة الطلب والعرض:

وتعود أسباب ضآلة الطلب إلى العناصر الأساسية التالية:

1-2- انخفاض معدلات الادخار:

ويعود انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار، إضافة ذلك انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثيرين من المستثمرين. والتباين في مستوى دخل الفرد فيما بين الدول العربية راجع إلى أن هناك تناقضا صارخا بين الدول العربية النفطية والدول العربية غير النفطية.

فالدول النفطية بسبب ارتفاع معدلات الدخل تحقق بشكل عام معدلات مرتفعة من الادخار المالي أما الدول العربية غير النفطية، فإنها تعرف بشكل مستمر معدلات منخفضة للادخار المحلي.

(1) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2004، ص 169.

2-2- انخفاض العائد:

ويقصد به هنا انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع.⁽¹⁾

2-3- ارتفاع سعر الفائدة:

يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضًا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعًا كلما أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

فالمستثمرون مطالبون بالاختيار بين الاقتراض (البنوك)، أو المشاركة (سوق الأوراق المالية)، وليس هذا وحسب، بل هم مطالبون باختيار الأسلوب المناسب لتجنب محاذير كل مصدر تمويلي وأثارها على المدى الطويل.

فالاقتراض من البنوك قد يكون قصيرا أو متوسط الأجل، وهو في الأغلب مرتفع التكلفة، وقد يكون طويل الأجل وبتكلفة أقل نسبيا إذا تم من خلال طرح سندات في سوق المال، حيث يمكن التعامل مباشرة مع أصحاب المدخرات دون وساطة البنوك.

أما إذا وقع الاختيار على المشاركة، فإن المفاضلة ستكون بين ضم شركاء جدد معددين ومعروفين مسبقا، وبين إصدار أسهم جديدة، وطرحها للاكتساب المفتوح في سوق المال، ليشترتها من يرغب بغض النظر عن هويته، وهنا تكون الفرصة أكبر لجمع تمويل ضخم لمشروعات كبيرة تسهم في دفع عجلة التنمية، كما أن هذا الأسلوب يفتح الباب أمام صغار المدخرين للمشاركة في جني الأرباح، وعليه، وبالرغم من تعدد مصادر التمويل، واختلاف مزاياها، فإن الكثير من الدراسات يؤكد أن رجال الأعمال في العالم العربي يفضلون الاقتراض من البنوك على مصادر التمويل الأخرى.⁽²⁾

2-4- عدم ملائمة النظام الجنائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية:

مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، خاصة في بعض البورصات العربية إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار.⁽³⁾

2-5- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات: وذلك لسببين:

- أولهما تأثير معدل التضخم، إذ سجل في الدول العربية ارتفاعا كبيرا في السنوات الاخيرة.

- أما الثاني فانه يتمثل في تحريم الإسلام للربا، حيث يمتنع المشترون العرب عن توظيف فوائضهم في الأوراق المالية خاصة منها السندات، باعتبار أن لها عائدا ثابتا يتمثل في الفائدة، والتي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.

(2) صندوق النقد العربي، المؤسسات المالية العربية، تمويل التنمية في الوطن العربي، 2005، ص 51.
(1) أنجي توكل، من يريح السباق البنوك أم سوق المال، مجلة المشروعات الدولية الخاصة، العدد 12، بدون سنة، ص 14.
(المرجع نفسه، ص 15.³⁾

2-6- ضالة الانفتاح على الخارج:

من العوامل التي لا تزال تعيق عمل الأسواق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية، مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية العربية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.⁽¹⁾

بالإضافة إلى المعوقات الاقتصادية التي سبق ذكرها يمكن إضافة المعوقات الآتية:⁽²⁾

2-7- ضعف الفرص المتاحة للتنوع:

تتسم جميع البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنوع، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على إستراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول، كما أصبح سهل المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول، ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطاع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن، قطاع الاسمنت، ومع ذلك تلعب الشائعات دوراً بارزاً حيث يركز التعامل على قطاعين أو ثلاثة في البورصة.

2-8- ضعف السيولة:

تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في تخصيص الكفاءة للمواد من خلال نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمتها السوقية، 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 سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يومياً، وعدد أيام التداول في السنة، ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين، ويلاحظ في البورصات العربية أن أسعار الأسهم وحتى وحدات صناديق الاستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في كثير من الأحيان.

2-9- التقلبات الشديدة في الأسعار:

من الخصائص الأساسية التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر هي شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويرجع ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض، وإصدار المزيد من الأسهم، مع الاعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، وهناك في معظم البورصات العربية هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح ما بين 5% و10%، علماً بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها.

(1) إبراهيم حسن و آخرون، أسواق الأوراق المالية العربية الأداء والتحديات، صندوق النقد العربي بحث مقدم إلى ندوة، دور القطاع الخاص في الاقتصاديات العربية، الكويت، 1999، ص 07.

(2) صلاح الدين حسني السبيسي شركات متعددة الجنسية و حكم العالم، تطوير و ربط البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 59-61.

2-10- ارتفاع درجة تركيز التداول:

وتعكس ذلك جودة الأوراق المالية المتداولة، وتعاني كافة بورصات الأوراق المالية العربية من هذه المشكلة التي تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويرجع ذلك لسببين وهما:

- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعد.
- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، وبخاصة أسهم شركات القطاع العام.

المطلب الثالث: مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج**1- الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج:**

ان دراسة الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية بالخارج، يوضح أن التطبيق العملي للنظرية الاقتصادية كان في الاتجاه المضاد، ثم كيف أن الفرصة البديلة للاستثمار بالعالم الخارجي لم تكن أفضل من الاستثمار في العالم العربي من جميع الوجوه.

ومن المعروف أن النظرية الاقتصادية تركز على انتقال رؤوس الأموال من بلدان الفائض إلى بلدان العجز، والواقع أن التطبيق العملي قد أثبت إلى جانب ذلك انتقال رؤوس الأموال في الاتجاه المضاد أي من بلدان العجز إلى بلدان الفائض، فيكفي أن نشير إلى أن حجم الأموال العربية المستثمرة في الخارج قد بلغت حوالي

800-2400 مليار دولار، ويلاحظ أن نسبة كبيرة من هذه الأموال لبلدان عربية تعاني من قصور في موارد التمويل وكذلك مشكلة المديونية الخارجية، وارتفاع نسبة البطالة والتضخم. ولم تقتصر هذه الظاهرة على البلدان العربية فقد أدت ظروف الحرب والفساد في روسيا إلى هروب حوالي 130-140 مليار دولار إلى الخارج، كما انتشرت هذه الظاهرة في كثير من دول العالم الثالث في إفريقيا وآسيا وأمريكا اللاتينية بالرغم من حاجتها الماسة لهذه الأموال.

وبتحليل ظاهرة انتقال رؤوس الأموال العربية في الاتجاه المضاد يمكن طرح السؤال التالي: هل استطاعت الأموال العربية أن تضحى بالاستثمار في الدول العربية مقابل فرصة بديلة أفضل في بلدان الفائض؟ والواقع العملي أيضا يشير إلى أن الفرصة البديلة أي الاستثمار في بلدان الفائض، والواقع العملي أيضا يشير إلى أن الفرصة البديلة أي الاستثمار في البلدان الأجنبية لم تكن هي الأفضل حيث انتقاء الميزة النسبية للمستثمر العربي في هذه البلدان حيث حجم الاستثمارات كبير والأموال متوفرة هناك، بالإضافة إلى وجود مؤسسات متطورة وقادرة على اقتناص الفرص ولا تدع مجالاً للمستثمر العربي في الحصول على الفرص الجيدة، لهذا نشطت المحافظ المالية على مستوى العالم، والتي تقوم بتجميع المدخرات والقيام بالعمليات الاستثمارية نيابة عن المدخرين، إلا أن العوائد على مثل هذه المحافظ محدود حيث يذهب جزء كبير من الأرباح مقابل الإدارة والاستشارات والضرائب، ويلاحظ أن سبب الالتجاء لمثل هذا الأسلوب هو عجز المستثمر على الاستثمار المباشر في هذه البلدان.

ولا شك أن استثمار الأموال العربية بالخارج يضر مصلحة الاقتصاديات العربية فهو حسب بعض المتخصصين نوع من التحديات، فهو يلحق الضرر بالمجتمع ويعرقل جهود التنمية ويساعد في زيادة حدة المشكلات التي تعاني منها.(1)

2- أسباب هروب رؤوس الأموال العربية للخارج ومخاطرها:

كنا قد أشرنا سابقا إلى أن أغلب الاستثمارات العربية تتجه نحو المحافظ الاستثمارية المدارة من قبل البنوك خاصة الأمريكية، والمشكلة في وسائل الدفع والأوراق المالية والأسهم، التي لا تعطي حاملها حق الإدارة، كما

يتجه البعض منها إلى مجال الودائع المصرفية في البنوك أو شراء أوراق الشركات وحصص الملكية، في حين تتجه بعض الاستثمارات الخاصة نحو الملكية العقارية.

ويرى بعض المتخصصين أن قوة اتجاه الأموال العربية نحو التوظيف في الأسواق الأمريكية بصفة خاصة وبعض الدول الأوروبية(انجلترا) قد جاء نتيجة للروابط التي ربطت لسنين طويلة بعض الدول المنتجة للبتترول وهاتين الدولتين، وكذلك علاقات التشابك الاقتصادية الكثيرة والمتمثلة في البترول والتجارة الخارجية والبنوك فضلا عن اتساع وتنظيم أسواق نيويورك ولندن النقدية والمالية والتجارية.

وهذا وقد أسست العديد من العوامل الاقتصادية و الغير اقتصادية في هجرة رؤوس الاموال العربية للخارج كان من بينها عوامل جاذبة من البلدان الأجنبية المستقبلية للأموال و عوامل طاردة من داخل البلدان العربية.(2)

ويمكن تلخيص اهم الاسباب فيمايلي:(3)

2-1- الأسباب الخارجية: يمكن إيجاز أهم الأسباب الخارجية على النحو التالي:

- المحافظة على الأموال وكون هذه الاستثمارات مضمونة حيث تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية وبعض دول أوروبا العربية من وجهة نظر الأموال العربية المهاجرة المكان والبلاد الآمن للحفاظ على قيمة هذه الأموال نتيجة لقوة الأداء الاقتصادي بهذه الدول والمتزامن مع القوة السياسية والعسكرية في ظل حرية اقتصادية تمنع الاقتراب من التعدي على هذه الأموال.

- الربحية ويمكن اعتبارها مهمة ومحددة لتحركات رؤوس الأموال وهجرتها، بل أنه يمثل في معظم الحالات العنصر الأهم ومن المعروف اقتصاديا أنه كلما زادت درجة نضج الاقتصاد وتطوره قلت فرص الاستثمار المربح

في هذا الاقتصاد، وتصبح بالتالي فرص الاستثمار في البلدان الأقل تطورا مثل البلدان العربية أكثر ربحية منها في الدول المتقدمة، وهو ما يفسر لنا أن أغلب الاستثمارات الأجنبية المباشرة تتم في بلدان مثل الصين، وبعض دول جنوب شرق آسيا التي مازلت أرضا بكرًا للاستثمار المربح علاوة على توفر بعض الشروط الضرورية الأخرى للقيام بهذا الاستثمار، وتتعلق هذه الشروط الضرورية بما يسمى بتهيئة المناخ الاستثماري في أي بلد من بلدان

(1) عادل حميد يعقوب عبد العالي، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة-الحالة العربية-، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، بجامعة أم القرى، مصر، بدون سنة، ص 03.

(المرجع نفسه، ص 05)

(3) سعدون بوكابوس و فارس فضيل، اقتصاديات الدول العربية بين إشكالية التهميش المالي و الأموال المهاجرة، مجلة الدراسات الاقتصادية، مركز البصيرة للبحوث و الدراسات الانسانية، العدد06، جويلية2005، ص ص 71-73.

العالم، وهو ما يقدم دائما على أنه السبب الرئيسي وراء إجماع الأموال العربية عن التوطن والاستثمار في العالم العربي، وبتطبيق معيار درجة نضج الاقتصاد وتطوره على الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا الغربية يلاحظ تدني نسبة الربحية. وعلى ذلك لا يعتبر عنصر الربحية من العناصر قوية التأثير على هجرة رؤوس الأموال العربية للخارج.

- قدرة المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال على استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت بدون عوائق.

ولا شك أن حرية تحركات الاستثمارات الأجنبية الكبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية وبصفة خاصة الأموال والاستثمارات العربية ليست بالسهولة كالمطبقة في كثير من دول العالم بل أنها تخضع لاعتبارات سياسية واقتصادية تحددها مصلحة المؤسسات والشركات والبنوك والأسواق الأمريكية بالرغم من زعامة الولايات المتحدة الأمريكية لسياسات الحرية والتحرر الاقتصادي والغير مطبقة على أرض الواقع.

هذه هي أهم الأسباب لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج بالإضافة إلى بعض العوامل الأخرى مثل التقدم والتطور في البنية التحتية والفوقية للاستثمار في هذه الدول.

وبعد هذا العرض والتحليل يمكن تحديد أوزان ترجيحية للأسباب الخارجية لهجرة الأموال العربية للخارج على النحو التالي:

- المحافظة على الأموال والضمان 60%.

- الربحية 20%.

- القدرة على استرجاع الأموال والأرباح بدون قيود 20%.

2-2- الأسباب الداخلية:

أما عن الأسباب الداخلية (الطاردة) لهجرة الأموال العربية للخارج فيمكن توضيح أهمها:

- ضعف المقدرة الاستيعابية للاقتصاديات العربية، وتتمثل في عدم استطاعت هذه الاقتصاديات استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالا كاملا في تحقيق مستوى من التنمية تتناسب مع مستوى هذه الموارد، ومن أمثلة على ذلك عدم مقدرة البنوك والشركات والمؤسسات المالية العربية على استثمار ما لديها من فوائض مالية بالرغم من توافر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في المجالات المتعددة مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة.

- بالرغم من الإصلاحات الإدارية والقانونية التي تمت في معظم البلدان العربية فلا زالت هناك الكثير من المشاكل التي يتعرض لها المستثمرون العرب داخل البلدان العربية فلا زالت المزاجية وشيوع الروتين والفساد الإداري والمالي، وغياب الشفافية والتسهيلات تمثل حاجزا كبيرا لانسياب رؤوس الأموال بين الدول العربية وهروبها إلى الخارج.

- شيوع عقلية الربح الكبير والسريع والخوف من المخاطرة لدى قطاع كبير مما يطلق عليه رجال الأعمال تجاورا، وتحقيق أرباح قصرية بفعل المضاربات وتسكين الأموال في صورة التفضيل الربحي والتطفل في الخارج.

- غياب التطبيق العملي على أرض الواقع للإصلاحات الإدارية والتنظيمية وكذلك التشريعات الخاصة لجذب الاستثمارات العربية.

- الصراع العربي الإسرائيلي وعدم الاستقرار السياسي في منطقة الشرق الأوسط يجعلها من وجهة نظر الكثيرين منطقة غير آمنة للاستثمار.

- عدم كفاية أوعية جذب الاستثمارات العربية، لما كانت الدول العربية تعاني من ضعف المؤسسات المالية، كما أن النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي عادة ما تهيم عليه الأجهزة الحكومية أو المختلطة مع سيطرة واضحة للقرار الحكومي لذا يجد المستثمر العربي صعوبة كبيرة في توجيه استثماراته.

- المعاناة الكبيرة في مراكز الحدود العربية الجوية، البحرية منها والبرية وسوء المعاملة في بعض الأحيان يجعل المستثمرين يحجمون عن العمل بهذه الدول.

بالإضافة إلى هذه الأسباب يمكن إضافة المعوقات التشريعية، فهي من بين الأسباب التي تحول دون تمكن الدول العربية من الحفاظ على أموالها ولا الاستحواذ على حصص من الاستثمار الأجنبي، فبالإطلاع على قوانين تشجيع الاستثمار في الدول العربية فيما عدا تلك التي لا توجد فيها حتى الآن قوانين لتشجيعه، يمكننا ملاحظة أن قوانين الاستثمار العربية لا تتضمن نصوصا صريحة تخص خضوع الاستثمار للدستور والقوانين السارية التي لا تتعارض مع أحكامه، وعدم التصريح قانونيا بتمتع الاستثمار والمستثمر بأسمى قواعد الحماية التشريعية، بالإضافة إلى أن قوانين الاستثمار العربية تشجع الاستثمار في مجالات محددة.

3- مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية:

يمكن حصر مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج في النقاط الآتية: (1)

- معدلات الفوائد وهمية وليست حقيقية، إذ يترك الكثير من أصحاب التوظيفات المالية أن ما يتقاضونه من فوائد البنوك الأجنبية أعلى من نظيراتها في بنوكهم الوطنية، إلا أن ذلك ليس إلا دخلا وهميا، إذ أن الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية تعاني من حالات التضخم تقاس - عادة - بنسبة ارتفاع مستوى الأسعار، فهذا يعني أن القوة الشرائية للعملة المصابة بالتضخم تنخفض قوتها الشرائية داخل بلدها للسلع والخدمات بنفس نسبة التضخم، إن ظاهرة التضخم التي اعترت دول العالم هي التي دفعت بأسعار الفائدة إلى معدلات عالية جدا، على عكس ما قد يظن البعض أن هذا الارتفاع مرده إلى الطلب المتزايد على تلك العملات من قبل الدولة المقترضة حديثة النمو، كبلدان أمريكا اللاتينية وآسيا وإفريقيا.

- خطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية تجاه العملات العربية، بحيث يعتبر الدولار الأمريكي العملة الرئيسية الموظف فيها 80% إلى 90% من الفوائض النقدية العربية، وهو خاضع لتقلبات واسعة في سعر صرفه بالنسبة لبقية العملات، وفقا للمصالح الخاصة للولايات المتحدة الأمريكية.

(محمد قويدر ومحمد فرحي، أهمية الاستثمارات العربية البيئية في تعزيز التكامل الاقتصادي العربي، ملتقى حول أهمية الاستثمارات العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 08-09 ماي 2004، ص 65.

-خطر عجز الدول والمؤسسات المقرضة للأموال عن التسديد، فان إقدام الدول النامية على استناده من المصارف العالمية بغرض استخدامها في المشاريع التنموية أو في سد العجز في موازين مدفوعاتها، قد تصادف مع موجات الركود الاقتصادي الكبير وارتفاع أسعار المواد الأولية والمحروقات في الأسواق العالمية الأمر الذي أفقدها القدرة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه المصارف المقرضة، كما حدث مثلا عام 1982 عندما أعلنت المكسيك عجزها عن التسديد، إذ بادر 115 مصرفا كبيرا لوضع خطة لتأجيل هذه الديون، تجنباً من وقوع كارثة عالمية تصيب النظام المصرفي والمدخرين.

4- الآليات المقترحة لتوطين وعودة الأموال العربية بالخارج والحد من هجرتها:

يكاد يتفق جميع الاقتصاديين على أن عودة جميع الاقتصاديين على أن عودة جميع الأموال والاستثمارات العربية المهاجرة من الدول الأجنبية بشكل سريع وتلقائي هو نوع من الخيال، كما أن مقاطعة الاستثمار في جميع دول العالم خارج الوطن العربي يعتبر مستحيلا من الناحية العلمية، فكبر حجم الأموال المهاجرة وتنوع الاستثمارات بين قصيرة الأجل ومتوسطة وطويلة الأجل والقيود التي تضعها الدول الأجنبية على تحركات هذه الأموال، والمصالح المشتركة والتشابكات الاقتصادية بين البلدان العربية والبلدان الأجنبية والظروف السياسية أحيانا تحتم وضع إستراتيجية لعودة الأموال

والاستثمارات المهاجرة إلى بلدانها العربية بشكل منظم وتدرجي وتبعاً للتقدم الذي يتم إحرازه في مجال إيجاد آليات مناسبة لجذب هذه الأموال.

كما تسعى الدول العربية إلى بذل مزيد من الجهد والعمل لتفعيل ذلك من خلال توفير المناخ المناسب للاستثمار الذي يتجسد في تحسين معدلات النمو الاقتصادي، وكذا تفعيل دور السياسة المالية من خلال الحد من عجوزات الموازنة العامة عن طريق الترشيد الأمثل للإنفاق وليس تثقيله والحد من ظاهرة المبالغة في فرض الضرائب، ولما كان الأداء القوي للبنوك والمؤسسات المالية في أي دولة الواجهة والحافز لتوطين الأموال والاستثمارات بهذه الدول يجب إذن التركيز على السياسة النقدية في الدول العربية من خلال مساهمتها في الاستقرار الاقتصادي وكذا تطبيق معايير المحاسبة الدولية ووضع قواعد للتعاون في مجال مكافحة غسيل الأموال، بالإضافة إلى زيادة تشجيع الاندماجات والتحالفات الاستراتيجية بين البنوك العربية وذلك لمواجهة اتفاقية الجات لتحرير الخدمات المالية.⁽¹⁾

كما أنه هناك جوانب أخرى يجب أن تأخذها الدول العربية بعين الاعتبار لاستعادة الأموال المهاجرة وهي جوانب مكملة للمناخ الاقتصادي العام وهي تشمل الجوانب السياسية، التشريعية والمعلوماتية:⁽²⁾

-الإصلاحات السياسية والتشاور مع المواطنين سيشكل أرضية صلبة لعودة الأموال المهاجرة.

-الإصلاحات القانونية والتشريعية واتفاقيات منع الازدواج الضريبي في البلدان العربية وتطبيقها على أرض الواقع سيكون له مردود إيجابي.

- الاهتمام بوجود قاعدة بيانات دقيقة يستطيع المستثمر الاعتماد والاسترشاد بها.

- دعم المؤسسات والهيئات غير حكومية من قبل الحكومة لدعم الاستثمار مثل الغرف التجارية والصناعية وغيرها.

المبحث الثالث: معوقات و اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر كبورصة عربية

(المرجع نفسه، ص67.¹
(²) عادل حميد يعقوب عبد العالي، مرجع سبق ذكره، ص 07.

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب فمنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا يذكر، صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون

قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين عوائق سياسية، اجتماعية، دينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة، وهذا ما أدى إلى محاولة تفعيلها كبورصة عربية.

المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر

يعترض تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات وفي مختلف المجالات منها سياسية، قانونية وثقافية نتناولها في النقاط الآتية:

1- المعوقات السياسية:

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا، اليابان وألمانيا، وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر، فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا، ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فإن السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي.⁽¹⁾

2- المعوقات القانونية:

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/1993، يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات، وهذا يعني:⁽²⁾

- تفضيل السندات، وهي قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة إفلاس الشركة.

- إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين.

- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

ومن الملاحظ أن اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامية يعني فتح رأس المال أمام الخواص، أما استبعادها ولا سيما العادية منها، فإن ذلك يعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل المشروعات.

(1) براق محمد، محاضرة حول بورصة الجزائر و دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية و تحديات المناخ الإقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام 22، 23، 24 أفريل 2003، ص 05.

(2) صلاح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية و امكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الثقافة و نجاعة الأداء للإندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان، 2004، ص 07.

إن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخصوصية وسياسة اقتصاد السوق، أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية.

من شروط قبول قيد المؤسسة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم طبقاً للقانون المتضمن شروط القيد، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، أضف إلى ذلك أن القانون يشترط مرور ثلاثة سنوات على تواجدها الشركة لكي يسمح لها بالدخول في البورصة.

أما فيما يخص مدة إنهاء الصفقات (عمليات البورصة) أي مدة التسوية والتسليم المعتمد في بورصة الجزائر فهو يوم +30 يوم بعد إجراء الصفقة، وهو أجل بعيد بكثير عن المعايير الدولية، الأمر الذي لا يشجع على تطوير عمل بورصة الجزائر.

3- المعوقات الثقافية:

إن سياسة سليمة لتجديد الادخار، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه، فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وعليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائدها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراماً من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم.⁽¹⁾

4- المعوقات الاقتصادية:

4-1- عائق الخصوصية: ويمكن التمييز بين ثلاث أنواع منها:⁽²⁾

4-1-1- معوقات خاصة بالمؤسسات القابلة للخصوصية: يمكن تلخيصها فيما يلي:

- تعاضد القطاعات العمومية فالدخول إلى مناصب العمل في هذه المؤسسات يعطي نوعاً من تأمين الشغل، مما يؤدي إلى ارتفاع في التعداد.

- أرضية العلاقات ذات الطابع الزبائني، إن الشمول في تسيير الموارد البشرية في المؤسسات العمومية أدى تدريجياً إلى تشكيل شبكات ذات طابع عائلي وسياسي، وأن النمو العام لهذه الشبكات أفرز معارضة لبرامج الخصوصية التي تشكل خطراً محتملاً يكشف هذه الشبكات المشكلة ويفضح ممارساتها.

- الوضعية السيئة للمؤسسات التي سوف تخصوص.

4-1-2- معوقات مرتبطة بمحيط المؤسسات القابلة للخصوصية: يمكن رصد هذه الصعوبات في مجموعتين:

(1) براق محمد، محاضرة حول بورصة الجزائر و دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، مرجع سبق ذكره، ص 05.
 (2) شبياكي سعدان، معوقات الخصوصية في الجزائر، الملتقى الدولي للإقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر، 2004، ص ص 04-06.
 (*1) هي حالة مؤسسات القطاع العام التي ستخصص في حقل تنافسي بينما السوق محدودة.
 (*2) هي حالة مؤسسات القطاع العام الاقتصادي التي نمت في محيط احتكاري وستعرضها الخصوصية للمنافسة.

4-1-2-1- سوق الخوصصة:

-البعد التنافسي: يتكون من صعوبات منها:

- حالة الاحتكار^(1*)، الخوصصة في هذه الحالة لن تؤدي إلى المنافسة.
- حالة تنافس حقيقي^(2*) وستسبب بالنسبة للمؤسسة المخصوصة في صعوبة الاندماج ضمن التيار الخاص، وهذا ما سيزعج مصالح كانت قد تأسست تحت إمبراطورية الاحتكار.

سلوك المشترين المحتملين:

- عدم كفاءة أو حذر المشترين المحتملين المحليين.

- المستثمرون الأجانب وهنا يركزون في الغالب على الاستثمار في القطاعات عالية المردودية.

4-2-1-2- المعوقات المؤسسية: ويمكن ذكرها فيمايلي: (1)

- عجز في نظام الادخار المحلي كون المستثمرين المحليين هم ضحية عجز القنوات البنكية.
- عدم القدرة على إيجاد حلول بديلة فيما يخص التمويل اللازم لتنمية البورصة من أجل خلق أقطاب مالية.
- جباية ثقيلة بالنسبة للمشترين المحتملين.
- حقوق جمركية عالية، و اعباء اجتماعية مقيدة.

4-2- معدل التضخم:

وذلك من خلال تأثيره على الادخار، اذ يؤدي الى التقليل من الميل الذي يؤدي الى الادخار، حيث يدفع التضخم الافراد ذوي الدخل الثابتة او المنخفضة الى اللجوء الى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لانفاقها على السلع الاستهلاكية، رغبة منهم على المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها.

وإذا استمر الوضع في هذه الحالة فمن الممكن ان يؤدي الى هبوط الادخار الوطني الى مستويات غير مرغوب فيها، وقد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم في الجزائر، ترجمت ارتفاع مستوى اسعار السلع و زيادة تداول الكتلة النقدية.

اضافة الى انه يؤدي الى توجيه رؤوس الاموال الى فروع النشاط الاقتصادي الاقل انتاجية، وبما ان التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يم بها الاقتصاد، فانه يشجع انتقال رؤوس الاموال نحو الاسواق الاجنبية التي تتميز

(1) حملاوي ربيعة، أساليب الخصخصة و تجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية و الأسواق العالمية، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، سطيف، الجزائر من 03-07 أكتوبر 2004، ص

بالاستقرار، وهكذا فان التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الاموال في ميادين اخرى غير البورصة.(1)

3-4- الاقتصاد الموازي:

الاقتصاد الموازي، أو ما يسمى الظل (الخفي) لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط، وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها، والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة، والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة، كما يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع للضريبة .

وتمثل هذه السوق، في الجزائر، قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهظة، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضاربة.(2)

4-4- ضعف الحوافز الجبائية:

ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، وبخاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجيء نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، هذا ما يدفع المتعاملين إلى تغيير سلوكياتهم الاستثمارية، والاستهلاكية، والادخارية من جهة، وتجعل من جهة أخرى النظام الضريبي الجزائري ينوع الضرائب، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، ومثل زيادة الضريبة على الدخل الإجمالي حتى IR التي تخضع مرة أخرى إلى ازدواجية الضريبة عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية الجزائرية.(3)

5-4- ضعف الإفصاح والشفافية:

في بورصة الجزائر فان المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات، وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار.(4)

6-4- طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر:

(1) عمار عماري وسعيدة بوسعدة، معوقات الاستثمار الاجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول اشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الاوسط وشمال افريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 14-15 نوفمبر 2005، صص 217، 216.

(2) فريدريك شنايدر و دومينيك أنستي، الاختباء وراء الظلال: نمو الاقتصاد الخفي قضايا اقتصادية، العدد 30، صندوق النقد الدولي، 2002، ص ص 03-06.

(3) محمد براق وآخرون، معوقات الاستثمار في أسواق الاوراق المالية العربية حالة الجزائر، المؤتمر الدولي العالمي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2004، ص 25.

(4) رشيد بوكساتي و نسيم أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، المعهد الوطني للتجارة، بدون بلد نشر، ماي 2006، ص 38.

بالرجوع إلى طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر COSOB يؤكد أن القانون يسمح للأشخاص الطبيعيين أن يمارسوا الوساطة المالية، إلا أن المتتبع للوساطة المالية في الجزائر خمس شركات وساطة مالية معنوية فقط⁽¹⁾، ويمكن تلخيص انواع الوسطاء في بورصة الجزائر في الجدول التالي:

جدول رقم (10): طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

الوسطاء في البورصة	طبيعة النشاط	رأس المال	تاريخ الحصول على الاعتماد	الهيئات المكونة للوسيط
الراشد المالي	نشاط غير محدود	90000000 دج	رقم 01/99 في 1999/07/27	- صندوق إعادة التأمين. - البنك الجزائري الخارجي. - الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي.
الشركة المالية للاستشارة والتوظيف	نشاط غير محدود	90000000 دج	رقم 02/99 في 1999/07/27	- الشركة الوطنية لتأمين. - البنك الوطني الجزائري. - بنك التنمية المحلية.
شركة التوظيف في القيم المنقولة.	نشاط غير محدود	90000000 دج	رقم 03/99 في 1999/07/27	- الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين. - البنك الفلاحة والتنمية الريفية.
الشركة العامة المالية والاستثمار	نشاط غير محدود	90000000 دج	رقم 04/99 في 1999/07/27	- القرض الشعبي الجزائري. - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط. - المؤسسة الجزائرية للتأمينات.
وسيط البنك الاتحادي	نشاط غير محدود	1000.000 دج	رقم 2000/01 في 2000/02/15	البنك الاتحادي

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على صندوق النقد العربي، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية، أبو ظبي، 2004.

وما يمكن استخلاصه من الجدول:

-ان الإطار التشريعي بطيء، حيث أن القانون المنظم للوسطاء كان قد صدر في 1996 إلا أن شركات الوساطة المالية لم تعتمد الا في 1999/07/27.

-تركيبية شركات الوساطة المالية مكونة من بنوك وشركات تأمين، وهي كلها ملك للدولة، ومعنى هذا أن القطاع الخاص مستبعد.

- إن كل هؤلاء الوسطاء أشخاص معنويون لا يوجد فيهم شخص طبيعي كما ينص عليه قانون اعتماد الوسطاء.

7-4- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر:

(المواد 05،06،07، من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03 يتعلق بشروط اعتماد الوسائط في عمليات البورصة وواجباتهم و مراقبتهم.

من بين الأسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة هي أنها تعرض أمام المستثمر تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية ليختار منها ما يلائم إمكانياته وأهدافه، أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فإنه تتداول فيها ورقتين ماليتين لشركتين، وهو عدد ضئيل بالمقارنة مع الأسواق العربية⁽¹⁾.

المطلب الثاني: اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

فيما يلي بعض الاقتراحات التي نراها في حالة تطبيقها قد تساهم في تفعيل بورصة الجزائر:

1- اقتراحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي:

استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وآلة العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق⁽²⁾

فبالنسبة للإصلاح قانون الشركات⁽³⁾، من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسهم. إلا أن هذه الأسهم أقتصرت توزيعها بين الشركات المنضوية في هذه

الصناديق. وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما لم يحظى الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات مما يبقي الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات. إضافة إلى ذلك، فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.

وبتسليط بعض الأضواء على القانون التجاري الجزائري يلاحظ أن هذا القانون يجيز إنشاء شركات مساهمة، حيث يعرفها بأنها "الشركة التي يقسم رأس مالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة. غير أن رأسمال الشركة الذي حدد بـ 5 ملايين دينار على الأقل (أي ما يربو قليلا عن 60 000 دولار) يعد مبلغا زهيدا لا يمكن أن تضطلع الشركة من خلاله بدورها في الحياة الاقتصادية. ومع ذلك قد ينظر إلى ذلك على أنها بداية لإنشاء شركات مساهمة تكون كبيرة أو تكون لها إمكانيات النمو مما يدفع بعجلة التنمية ويحقق الإصلاحات المراد تجسيدها بالشكل الأمثل.

إذا كان القانون التجاري قد فسح المجال لإنشاء شركات مساهمة فإنه وبدلا من انتظار نشوء هذا النوع من الشركات وتطورها حتى تصبح قادرة على التأثير في الاقتصاد ومستوية لشروط الانضمام على البورصة، فإن الواقع الجزائري يؤكد على وجود شركات يمكن أن تؤدي دورا رياديا في التنمية الاقتصادية إذا تم تكييف القوانين التي تسيروها وذلك بتحويلها إلى شركات مساهمة سيما وأن القانون التجاري ينص على وجوب امتلاك مجلس الإدارة لعدد من الأسهم لا يقل عن 20% من رأس مال الشركة.

كما يتطلب وجود إطار مؤسسي لسوق الأوراق المالية ونعني به وجود كيان منظم وقانون له مكانة محددة يتم فيه تداول الأدوات المالية المختلفة فضلا عن وجود تعليمات التعامل والنظم التي تحكم العلاقة مع الوسطاء والمستثمرين والأسلوب التعاملي والأوقات التي يتم فيها ممارسة العمل، والأدوات المالية التي يتم إصدارها

(1) مناخ الاستثمار في الدول العربية لضمان الاستثمار، 2004، ص 169.

(2) رشيد بوكساني و نسيم أوكيل، مرجع سبق ذكره، ص 38.

(3) صالح فلاحي، مرجع سبق ذكره، ص 07.

فيسوق الأوراق المالية. كما يشمل الإطار المؤسسي إدارة السوق أو اللجنة التي تباشر هذا العمل باعتبارها اللجنة المنظمة.⁽¹⁾

- توفير أعلى معايير الافتتاح على مستوى الشركات والجهات المهتمة بسوق الأوراق المالية وذلك عن طريق وضع قوانين تلزم الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية، الشهرية وفي نهاية السنة المالية.

-مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة بهدف القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي، يعتبر عاملا محدد في نجاح أي بورصة تنشط في المحيط وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي قدرة كبيرة على التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي

والثقافي، ولا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا تم وضع الآليات التشريعية والتنظيمية في قالب يسمح لها من إصدار كل النصوص التي تقتضيها المرحلة التي تم الوصول إليها وعليه فإن الاهتمام الدائم بتحديد دور الدولة على المستوى سوق البورصة، نوع الوسطاء في عملية البورصة وتحديد مجال عملهم ومنهجية تنفيذ الأوامر، إضافة إلى الرعاية المستمرة والدائمة لادخار الخاص بمستثمرين الصغار ومنحهم الحماية اللازمة وكذا تدقيق دور الرأسمال الأجنبي في السوق وكيفية تحفيزه وتفادي الأوجه التي يكون فيه هذا النوع من رأس المال خطر على البلاد.

كل هذه المسائل تقتضي بذل العناية والجهد بشكل دائم على النحو الذي يسمح للبورصة الجزائرية أن تلعب دورها في تمويل التنمية الشاملة ولا تكون وسيلة لتحطيم ثروات المجتمع. الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر.⁽²⁾

2-اقتراحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي:

تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في السوق الأوراق المالية وذلك من خلال:⁽³⁾

– **تخفيض سعر الفائدة:** حيث توضح النظرية الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية (أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحول الأرصدة النقدية أي الودائع إلى أسهم وسندات).

– **تخفيض معدل التنظيم:** فالنظرية الاقتصادية تشير إلى أن الرشادة في سلوك المستثمر تجعله يأخذ معدل التنظيم في الاعتبار عند حساب القيمة الحالية (الحقيقية) للعوائد المستقبلية لاستثماراته، إذ عندما ينخفض

معدل التضخم يتوقع أن يتحسن أداء السوق، فبانخفاض معدل التضخم يعني انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار مما يترتب عليه ارتفاع القيمة الحقيقية للاستثمار، وهو أمر من شأنه أن يترك أثره الإيجابي على

(1) أحمد حسين راشد الكبيسي، مقومات نجاح السوق المالية، مجلة السوق، مجلة فصلية تصدر عن سوق الدوحة للأوراق المالية، قطر، العدد 2005، ص 38.

(صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص 124.)
(عجيلة محمد وبن نوي مصطفى، استراتيجيات التمويل و عولمة الأسواق المالية العربية-رهانات وتحديات، ملتقى دولي حول السوق المالي بين النظرية و³ التطبيق في إطار تجارب الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، يومي 21-22 أكتوبر 2008، بدون صفحة.

قيمة الاستثمار بصفة عامة، وعندما يتعلق الأمر بالسوق الأوراق المالية ينبغي أن يصحب انخفاض معدل التضخم زيادة في حجم التداول كذلك يمكن أن يؤثر التضخم على أسعار الأسهم بشكل غير مباشر من خلال تأثيره على حجم النشاط الاقتصادي.

– **إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين:** وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، تحفيز الادخار وذلك من خلال التريبة الادخارية أجل تنمية ووعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته و غرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد.

– **ضبط الاستهلاك:** ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند المستوى معين يسمح للفرد حياة كريمة وأيضا زيادة الميل إلى الادخار والتراكم، ومن ثم ينصرف ضبط الاستهلاك، إما إلى تخفيض حجم الاستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى فئات أخرى على جانب الاهتمام بنوع السلعة المستهلكة و نشير إلى أنه لا يجب توقف نمو الاستهلاك أي لا يصبح معدل النمو فيه معدوما من ناحية و أن لا يتعدى الزيادة في الاستهلاك الزيادة في الغل من ناحية أخرى بحيث لا يترك شيئا للادخار و من الزيادة في الاستهلاك اللازم لنمو الطاقات.

– **الاستمرارية والتوسع في برامج الخصخصة:** إذ تشكل عمليات الخصخصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات (البيع عبر الاكتتاب العام) إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.

و توصي السلطات العمومية عوض تصفية المؤسسات العمومية الخاسر إلى إعادة هيكلتها من خلال فصل الوحدة الصغيرة الي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح كما فعلت جمهورية مصر العربية سنة 2001. و ترمي الاستراتيجية الجديدة إلى خصخصة جزء من المؤسسات الوطنية الهامة العروضة على الأجنبي عبر البورصة حيث تقترح نسبة ما بين 20% إلى 30% من رأس المال الاجتماعي لهذه المؤسسات لتداول في البورصة و من بين المؤسسات الأولى التي اقترحت من طرف لجنة تنم و متابعة عمليات البورصة، القرض

الشعبي الجزائري، اتصالات الجزائر المعروضتين للخصخصة، و يرى خبراء ديون أن هذه التجربة تماثل تلك التي قامت بها تونس و المغرب لإعطاء ضمانات للمتعاملين الأجانب بإمكانية أخذ الاغلبية في مؤسسات هامة تدريجيا مثلما حصل في المغرب للإتصالات التي تمثلها فيفتدي الفرنسية بفضل شرائها لـ 16% من الاسهم المطروحة لبورصة، بعد أن تحصلت قبل ذلك على 35% من رأس مال المؤسسة المغربية. و من جانب آخر اقترحت لجنة تنظيم و متابعة عمليات البورصة إدخال بعض الأسهم المتداولة في اطار القروض السندية و المعروضة لجمهور واسع لتداول في البورصة مثل تلك المقترحة من طرف الخطوط الجوية الجزائرية و سونلغاز.⁽¹⁾

– **تشجيع قيام شركات وساطة كفئة وقادرة على المنافسة والابتكار:** حيث يضطلع الوسطاء بدور حيوي في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وتنميته وتكون هذه المؤسسات متنوعة وفي إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة مما ينعكس بصورة إيجابية على نشاط السوق

(1) صادمي، إجراءات جديدة تعرض للمناقشة في مجلس مساهمات الدولة (طرح نسبة من رأس المال الشركات الكبرى بالبورصة)، جريدة الخبر العدد 4658، الصادر في 2006/03/22.

- **عصرنة الجهاز المصرفي:** تتسم القوانين المنظمة للجهاز المصرفي بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك كما تتميز هذه الأخيرة بضعفها من حيث الرأسمال والتعقيدات في إجراءاتها البيروقراطية ومحدودية دورها في الاستثمارات ولعل المعضلة التي تواجه الجهاز المصرفي الجزائري تتمثل في غياب الشفافية في معاملاتها مما يطرح الكثير من التساؤلات حول أنشطتها في مواجهة الغير. وكل هذا يستوجب إدراج إصلاحات جذرية لتفعيل أدائها وتدعيم دورها في مختلف الأنشطة الاقتصادية.⁽¹⁾

- **إنشاء مصادر المعلومات المالية:** تعتبر مصادر المعلومات المالية من الدعائم الضرورية لضمان استمرارية البورصة إذ توفر للمستثمرين المحللين والماليين والأكاديميين والهواة تصورات قيمة حول الأوضاع المالية المحلية والدولية لاتخاذ قرارات الاستثمار بناء على ذلك.

والملاحظ أن أسواق الأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث من حروب أو التهديد بها أو حتى النزاعات التي تمس بطريقة مباشرة أو غير مباشرة مصالح الدول الفاعلة في المجتمع الدولي.

وفضلا عن ذلك، يجب أن تؤخذ في الحسبان التغييرات في التشريعات والإضرابات العمالية وحجم المبيعات وحدة المنافسة في خط إنتاج معين. ومن خلال هذه المعلومات يمكن للمحللين الماليين تحليلها وتقديم دراسات مستفيضة ورؤى دقيقة لما سيكون عليه الوضع مستقبلا.⁽²⁾

ويمكن إضافة الاقتراحات العملية التالية:⁽³⁾

- تطوير بورصة الجزائر عن طريق تعميق وتوسيع قاعدة المستثمرين مثلا إلحاق شركة التأمينات وصناديق الضمان الاجتماعي.

- تخفيض مدة التسوية والمقاصة وذلك من خلال الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بمراكزها الرئيسية وفيما بينها لتقرب من المعيار الدولي T+3 وكذلك إنشاء غرف للمقاصة في الأقاليم وتسهيل الاتصال فيما بينها.

- إنشاء مدارس ومعاهد عليا متخصصة في البورصات من أجل تكوين كوادر متخصصة لتفعيل وتنشيط البورصة كما هو في البحرين.

- فتح بورصة الجزائر أمام الاستثمار الأجنبي ضمن شروط وضوابط محددة وذلك من خلال القضاء على مشكلات المستثمر الأجنبي الخاصة بتحويلات النقد الأجنبي وكذا واقعية سعر الصرف وتحديد عند مستوى يتلائم مع قوى السوق.

- في مجال أنظمة التسوية والحفظ المركزي يوصي باستخدام نظام الإيكونتير المعتمد في كل من بورصة الأردن، السعودية، مصر، الإمارات، البحرين، قطر وفلسطين، حيث يعتبر نظام سهل الاستخدام من حيث إمكانية تشغيله، برامجه المعربة ويتمشى مع المعايير الدولية المتعارف عليها في هذا المجال.

3- اقتراحات تتعلق بالجانب الاجتماعي والثقافي: و تتمثل في (1)

(صالحي فلاح، مرجع سبق ذكره، ص 10-09.¹)

(المرجع نفسه، ص 11.²)

(رشيد بوكساني ونسيمة اوكيل، مرجع سبق ذكره، ص 39.³)

-الثقافة البورصية: إنه من الضروري للسعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة، وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من وراءه تعريف مختلف الأعوان

الاقتصادية سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية، ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة البورصية تشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة سالفة الذكر بنظر لما توفره من مزايا تنجلي في إمكانية رفع العوائد والتقليص من درجة المخاطر، كما أنه من بين العوامل المحفزة للعائلات في الإقبال على الاستثمار المالي للقيم المتداولة النظام الجبائي المطبق.

– **العامل الديني:** نشير أن هذا العامل يعتبر محدد لسلوك العديد من العائلات وهو ما يستدعي البحث عن أدوات مالية جديدة التي لا تتعارض للنظام القيمي للعائلات وذلك من أجل الاستفادة من الادخار المكتنز بتعبئته.

خلاصة الفصل:

نظرا لأوجه القصور والعقبات التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية فإن قضية تطوير هذه الأسواق أصبحت جد ضرورية، خاصة في ضوء التحديات الكبيرة التي تواجهها الاقتصاديات العربية، لهذا أخذ صندوق النقد العربي زمام المبادرة وهو الجهة المهتمة بقضايا أسواق الأوراق المالية العربية إذ نصت المادة 04 من اتفاقية إنشائه على تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، فقام الصندوق بتنظيم مؤتمر سنة

(محمد براق، محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، مرجع سبق ذكره ص ص 422، 421.)¹

1984 وضع فيه برنامج موجه لهذه الأسواق يقوم على إجراء دراسات ميدانية لأسواق الأوراق المالية العربية الأعضاء فيه قصد التعرف عن قرب عليها، وإنشاء قاعدة معلومات عن أنشطة هذه الأسواق بالإضافة إلى المساعدة الفنية التي يمكن أن تستفيد منها كل سوق.

ولم يقف عند هذا الحد بل أنشأ آلية متخصصة لتقديم خدمات الملاءة الائتمانية، وفي عالمنا هذا الذي وُصف بأنه عصر التكتلات فإن اندماج وارتباط أسواق الأوراق المالية العربية أصبح ضروري قصد مواجهة العقبات والمشاكل التي تعترض كل سوق وهو منفرد.

وعليه، على أسواق الأوراق المالية العربية أن توحد الجهود وتكثف العمل قصد النهوض بالأسواق العربية والتصدي للصدمات التي يمكن أن تحول دون تطورها.

الخاتمة العامة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة .

إذ يتم تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات والأوراق المهجنة، كما ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية، ويتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدراً كافياً من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، و عليه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفاءة، ويعتمد المهتمون من خبراء ومستثمرين في متابعة أداء أسواق الأوراق المالية على المؤشرات باعتبار بارومتر قياس الأداء، وأداة التنبؤ بحركة تطور الأسعار بالسوق، خاصة في ظل العولمة والاتجاه المتزايد نحو تحرير الخدمات المالية، فإن تدفقات رؤوس الأموال أصبحت كبيرة وسريعة تبحث دائماً على العائد المرتفع.

لقد زاد التحرر المالي من ترابط أسواق أوراق المالية الأكثر تقدماً في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، أسواق الأوراق المالية الأوروبية، واليابان، إذ تعد أسواق الولايات المتحدة الأمريكية من أكبر المراكز المالية الدولية خاصة بورصة نيويورك، ولقد انضمت في السنوات الأخيرة إليها الأسواق الناشئة، وهي أسواق متطورة موجودة في اقتصاديات نامية ساهم التحرر المالي في توجيهها نحو العالمية، فقامت بتكييف نظمها القانونية، الرقابية، المحاسبية والضريبية حتى تكتسب ثقة المستثمرين المحليين والأجانب

بصفة خاصة، لكن اصطدمت هذه الأسواق بأعنف الأزمات المالية التي ظهرت داخلها وعرفت انتشاراً كبيراً شملت حتى الأسواق الأكثر تقدماً لكن نتائجها كانت أقل ضرراً عليها باعتبارها اقتصاديات قوية.

بالرغم من الأزمات المالية العنيفة التي مرت بها الأسواق الناشئة في سعيها نحو تطوير أسواقها للأوراق المالية إلا أنها تعتبر خطوة جريئة لها جوانبها الإيجابية يمكن الأخذ بها، نظراً للدور الكبير الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في استقطاب رؤوس الأموال للاستعانة بها في عملية التنمية.

في نفس الإطار أدركت الدول العربية أهمية مثل هذه الأسواق، خاصة في ظل التوجه الجديد المتمثل في تقليص دور القطاع العام والاتجاه نحو خصوصته، فأسواق الأوراق المالية العربية متباينة فيما بينها من حيث درجة التطور والتنظيم والنشاط، وتسعى كل دولة عربية إلى تطوير سوقها، إلا أن أغلبها

ما زال في مرحلته الأولى، وتواجه كل أسواق الدول العربية العديد من العراقيل وفي جميع المجالات، تتمثل في قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، وإن وجدت فهي تفتقر للوضوح بالإضافة إلى تأخر برامج الخصخصة وقصور دور شركات الوساطة، كما تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من العديد من المعوقات في جانبي العرض والطلب على الأدوات المالية، ففي جانب الطلب، فإن انخفاض الطلب على الأدوات المالية يعود إلى انخفاض معدل الدخل الفردي ومنه ضعف الادخار الفردي، بالإضافة إلى انخفاض العائد المالي على هذا النوع من الاستثمار بالمقارنة بمجالات الاستثمار الأخرى، أما في جانب العرض يلاحظ بأن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من عدم تنوع الأدوات المالية، ويرجع ذلك إلى أن هذه الأسواق تتصف بسيطرة الشركات المغلقة الأمر، أما على الصعيد الاجتماعي والثقافي نجد عدم توفر الوعي الاستثماري بين المتعاملين بالإضافة إلى العامل الديني الذي يحرم التعامل ببعض الأدوات المالية.

وفي ظل التحديات والتغيرات الجديدة التي يشهدها العالم على مستوى العلاقات التجارية والمالية الدولية، وما صاحبها من تحرير للسلع ورؤوس الأموال وإطلاق قوى السوق والمنافسة لتحقيق التوازنات المطلوبة على كافة المستويات، أصبحت أسواق الأوراق المالية من أهم المحركات الرئيسية للاقتصاد العالمي، لذا يجب على الدول العربية تحليل المعوقات التي تعترض أسواقها لمواجهة هذه التحديات.

وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة عن الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية:

1- إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات للأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، بالإضافة إلى توفير مناخ استثماري الذي يعتبر المقوم الرئيسي، ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة كحقوق المتعاملين وعلى تسهيل وسرعة المعاملات.

وهنا نتأكد عدم صحة الفرض القائل بأنه يمكن للتشريعات واللوائح التنظيمية أن تنشأ سوقاً مالياً فعالاً لوحدها، باعتبار أنها غير كافية ما لم يتوفر مناخ استثماري ملائم الذي يعتبر حجر الأساس لإقامة أسواق أوراق مالية.

2- أغلب التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى، ومن هنا فإن بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية.

3- تعاني العديد من أسواق الأسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، وعدم

التزام عدد كبير من الشركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية، لذا فان المستثمرون ينتظرون التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، مما نتج عنه تدفق الاستثمارات العربية نحو البورصات العالمية التي تتميز بمستوى عال من الإفصاح.

وهنا نتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات لأن كفاءة السوق تتوقف على تحقيق أهدافه في تمويل التنمية وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة من توفير السعر العادل للأوراق المالية المتداولة الذي يعكس كافة المعلومات المتاحة ولا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومة وتحليلها من أجل اتخاذ قرار الاستثمار.

4- لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية في معظم البلدان العربية بدائية وفي البعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء مثل سوريا واليمن، ويتبين نقص التطور النسبي في أسواق الأوراق المالية بشكل واضح من حصة الدول العربية من مجموع قيمة الرسملة السوقية في العالم.

وهنا نتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن تخلف أسواق الأوراق المالية العربية راجع إلى حداثة نشأتها، مما يتطلب فترات زمنية متباعدة تشكل كل فترة مرحلة من مراحل نموها، بدليل أنه يعود إنشاء بعض البورصات العربية إلى عهد قديم، وبالرغم من مرور هذه الحقبة الزمنية على إنشاء تلك الأسواق إلا أنها مازالت تعاني من التخلف والركود.

5- غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في تقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية.

6- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين، مما نتج عنه عجز هذه الأسواق عن تقديم الطمأنة الكاملة للمستثمر فيها والتقلب في أحجام التداول يعني غياب السيولة عند هذه الأسواق في أحيان كثيرة.

7- إن نقاط الضعف البنوي والعوائق المؤسسية التي تقف في سبيل تطوير سوق الأوراق المالية عديدة حيث أن هذه الأخيرة صغيرة جدا من حيث الحجم ودورها محدود في مجال حشد الموارد وتخصيصها ويرجع السبب في ذلك إلى محدودية أدوات الاستثمار المتداولة وعدد صغير من الشركات المسجلة واحتكار ملكية القطاع العام للأوراق المالية من جهة، وإلى محدودية القطاع الخاص من جهة أخرى.

8- ضالة الطلب وتعود أسبابه إلى العناصر الأساسية التالية:

- انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية يعود إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار، بالإضافة إلى انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثيرين من المستثمرين.

- انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين الاستثمار في الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع.

- ارتفاع سعر الفائدة، يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضًا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، والعكس.

- عدم ملاءمة النظام الجبائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، خاصة في بعض البورصات العربية إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار.

- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات وذلك لتأثير معدل التضخم.

9- في ظل السوق الكفؤ تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنوية التي يتولد عنها عائد يلعب التعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في تلك الأسهم من مخاطر.

10- ضالة الانفتاح على الخارج، من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية، مما يؤثر سلبًا على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية العربية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.

11- ضيق الفرص المتاحة للتنوع، تتسم جميع البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنوع، وهذه السمة المشتركة تضع قيودًا على

إستراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول.

12- ضعف السيولة ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تيرم يومياً، وعدد أيام التداول في السنة، ويلاحظ في البورصات العربية أن أسعار الأسهم وحتى وحدات صناديق الاستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في كثير من الأحيان.

13- تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من عدم تجانس في القوانين التشريعية والتنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها، وعند تقييم أثر الربط بين البورصات العربية وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان، نجد أنها خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات حيث لم يزد حجم التعاملات بين الأسواق الموقعة على اتفاقيات التعاون.

- وهنا نتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن عدم ترابط أسواق الأوراق المالية العربية راجع إلى كثرة التشريعات واللوائح التنظيمية والسبب يعود إلى تباين التشريعات من دولة إلى أخرى مما لا يشجع عملية الربط ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال نشرات صندوق النقد العربي في مجال أسواق الأوراق المالية.

أما بالنسبة للاقتراحات فتنتمثل فيما يلي:

1- مقترحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي، استكمال الإطار التشريعي، من خلال سن القوانين والتشريعات وآلية العمل المناسبة، ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.

2- تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار. وإبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة

أنية، كذلك قيام هذه الأسواق بنشر بياناتها من خلال شبكة الإنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة، من خلال:

- الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.

- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.

- تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها.

- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة.

- التزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقاً لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي أن يقيم أداء هذه الشركة، وحتى تستطيع الشركات أن تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

3- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ويقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.

4- تحفيز الادخار وذلك من خلال التبرية الادخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التبروية المبذولة على مستوى الأفراد من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الإيجابية في

مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها.

5- الاستمرارية والتوسع في برامج الخصوصية، إذ تشكل عمليات الخصوصية أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات، إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.

6- مكننة أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين. وإدخال خدمة التداول عن بعد (تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق).

7- خفض فترة التسوية من خلال:

- الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بالمراكز الرئيسية وفيما بينها.

- إنشاء غرف للمقاصة وتسهيل الاتصال بينها، وكذلك الربط الآلي لوحدة الجهاز المصرفي والبنك المركزي لسهولة تسوية المعاملات المالية الناتجة عن التعامل في البورصة.

- زيادة عدد البنوك والفروع المشتركة في عمليات التسوية والمقاصة كحل مرحلي.

- تخفيض فترة التسوية.

8- متطلبات للربط والتعاون بين البورصات العربية، وتتمثل هذه المتطلبات فيما يلي:

- إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة: يتطلب التعامل في الأسواق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للاتصالات لتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها ولعل تشغيل القمر الصناعي العربي يمكن أن يلعب دور كبير في ربط الأسواق الأوراق المالية العربية كما إن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدى صندوق النقد العربي والاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية ويتيح للمستثمر العربي فرصة جيدة لمتابعة استثماراته في هذه الأسواق.

- إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية: لاشك أن إنشاء شركة وساطة عربية يساعد كثيرا على الربط وافتتاح الأسواق المالية العربية.

- تفعيل الإدراج المشترك بين البورصات العربية الذي من شأنه تعزيز فرص التعاون بين البورصات ويزيد من انفتاحها على بعضها ويكون ذلك من خلال خلق بيئة قانونية مالية ومنتاسقة في كل البلاد المتطلعة للإدراج فوجود قوانين مالية متشابهة بين البلدان الهادفة للإدراج هو من أهم المقومات للإدراج

المشترك، بالإضافة إلى تفعيل دور هيئات سوق رأس المال في التقارب والمقارنة بين الأسواق البلدان العربية.

- ضرورة تحقيق التكامل بين البورصات العربية ضمانا لتدفق رؤوس الأموال إقتداء بالنموذج الأوروبي، حيث أكدت اتفاقية إنشاء الاتحاد الأوروبي على ضرورة توحيد أسواق المال وتخفيض القيود في العمل في البورصات، وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية وقد سعت اتفاقية البورصات الأوروبية للقضاء على العقبات التي تحول دون تحقيق هذه الأهداف من خلال الآتي

- القضاء على عقبة المعلومات عن كل بورصة.

- إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية.

- تخفيض تكلفة عقد الصفقات الأوراق المالية عبر البورصات المختلفة.

- إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي للأوراق المالية.

- توحيد شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية.

وفي الأخير كانت هذه بعض الاقتراحات للنهوض بأسواق الأوراق المالية العربية قصد مواجهة التحديات والحقاق بركب المراكز المالية المتقدمة، وتحقيق الاستخدام الأمثل للفوائض المالية العربية بدل من تركها في أيدي الغير، فعلى الدول العربية أن تكثف جهود التعاون فيما بينها إقتداء بالنموذج الأوروبي.

وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، خاصة وأن الساحة العربية في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع بسبب تحديات العصر الحديث القائم على مبدأ التكتلات من أجل البقاء... وفي الختام الحمد لله أولا وأخيرا، ونسأله التوفيق والسداد.

قائمة المراجع:

1-الكتب:

1-1-الكتب باللغة العربية:

- 1- احمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
- 2- احمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 3- احمد صالح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، بدون بلد نشر، 2003.
- 4- ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، "الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل وإدارة-"، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- 5- الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 6- الهندي خليل أنطوان الناشف، "العمليات المصرفية و السوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، الجزء الثاني، 2000.
- 7- أمين عبد العزيز، "الأسواق المالية"، دار القباء الحديثة، مصر، 2007.
- 8- إيمان عطية ناسف، "التنمية الاقتصادية"، كلية التجارة، الإسكندرية، 2005.
- 9- برنبيه وسيمون، "أصول الاقتصاد الكلي"، ترجمة عبد الأمير إبراهيم شمس الدين، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 1989.
- 10- جبار محفوظ، "سلسلة التعريف بالبورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، دار هوامه، بدون بلد نشر، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2002.
- 11- جبار محفوظ، "سلسلة التعريف بالبورصة:تنظيم وإدارة البورصة"، دار هومة، بدون بلد نشر، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، 2002.
- 12- جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 13- حازم النبي، "الاقتصاد الكلي"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
- 14- حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2001.
- 15- حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق، عمان، الطبعة الأولى، 2001.
- 16- دعد رفيق دلال، "اقتصاديات الوطن العربي ودور مدخل الإنتاج"، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الطبعة الأولى، 2006.
- 17- راشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل وإدارة-"، دار المسيرة، عمان، 2004.
- 18- رسمية احمد ابو موسى، "الاسواق المالية والنقدية"، دار المعتز، عمان، الطبعة الاولى، 2005.
- 19- رسمية قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، 1999.
- 20- رفعت المحجوب، "المالية العامة:النفقات العامة والإيرادات العامة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1975.
- 21- سليم عبد الرحمن، "مبادئ الاستثمار"، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- 22- شذا جمال خطيب وصعق الركبي، "العولمة المالية ومستقبل الاسواق العربية لراس المال"، دار مجدلاوي، عمان، 2008.
- 23- شعبان محمد إسلام البراوري، "بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي"، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2002.

- 24- شمعون شمعون، "البورصة: بورصة الجزائر"، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- 25- شندي جمال خطيب، "العولمة المالية ومستقبل الأوراق العربية لرأس المال"، مؤسسة طابا للنشر، مصر، 2002.
- 26- صبحي محمد قنوص، "أزمة التنمية: دراسة تحليلية للواقع السياسي والاقتصادي والاجتماعي لبلدان العالم الثالث"، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999.
- 27- صلاح الدين حسن السيبي، "تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة"، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتاب، مصر، الطبعة الأولى، 2003.
- 28- صلاح الدين حسن السيبي، "الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم-تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة-"، دار عالم الكتب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003.
- 29- صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية- علميا وعمليا-"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000.
- 30- ضياء الدين مجيد الموسوي، "البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، منشورات إيماج، بدون بلد نشر، 1998.
- 31- ضياء مجيد، "الاقتصاد النقدي: المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 32- طاهر حيدر حردان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والطباعة، الأردن، 1997.
- 33- عادل احمد حشيش وزينب عوض، "مبادئ علم الاقتصاد"، دار الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 34- عاطف وليم اندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.
- 35- عبد الباسط وفا محمد حسن، "بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996.
- 36- عبد الغفار الحنفي ورسمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 37- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 38- عبد القادر محمد عطية، "اتجاهات حديثة في التنمية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 39- عبد الله محمد، "التنمية في الوطن العربي"، دار الكتاب الحديث، ليبيا، 1999.
- 40- عبد المطلب عبد الحميد، "السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الالفية الثالثة"، مجموعة النيل العربية، مصر، الطبعة الأولى، 2003.
- 41- عبد المطلب عبد الحميد، "العولمة واقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 42- عبد النافع عبد الله الزراري وغازي توفيق فرح، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2001.
- 43- عبد النبي إسماعيل الطوخي، "التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة"، كلية التجارة، جامعة أسيوط، مصر، 2008.
- 44- عبده محمد مصطفى محمد، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، بدون سنة نشر.
- 45- عبيد سعيد توفيق، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
- 46- عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية-البورصة-"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 2008.

- 47- فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 48- فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب الحديثة، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 49- فليح حسن خلف، "الاقتصاد الكلي"، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الأولى، 2007.
- 50- فليح حسن خلف، "التنمية والتخطيط الاقتصادي"، دار الكتاب العالمي، عمان، الطبعة الأولى، 2006.
- 51- كاظم مراد، "البورصة"، المطبعة التجارية، بدون بلد نشر، الطبعة الثانية، 1967.
- 52- مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005.
- 53- محسن احمد الخضير، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر الطبعة الأولى، 1999.
- 54- محمد الفرحاني حصن، "إفريقيا وتحديات العولمة"، المكتبة الجامعية، بدون بلد نشر، 2003.
- 55- محمد سويلم، "إدارة البنوك والبورصات المالية"، الشركة العربية للنشر والتوزيع، دون بلد نشر، 1992.
- 56- محمد سويلم، "الإدارة المالية في قطاع الأعمال"، مطبعة النيل، مصر، بدون سنة نشر.
- 57- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 58- محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 59- محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقديم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 60- محمد صالح، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 61- محمد صبري هارون، "احكام الاسواق المالية الاسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الاسلامي"، دار النفائس، الاردن، الطبعة الثانية، 2009.
- 62- محمد عبد العزيز عجمية وإيمان عطية ناصف، "التنمية الاقتصادية دراسات نظرية تطبيقية"، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 63- محمد عبد العزيز عجمية ومحمد علي الليثي، "التنمية الاقتصادية: مفهومها، نظرياتها، سياساتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 64- محمد عبد الغفار، "مشكلة الادخار في مصر"، مطبعة زهراء الشرق، بدون بلد نشر، 1997.
- 65- محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998.
- 66- محمد عجمية، "التنمية الاقتصادية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 67- محمد مطر، "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 1993.
- 68- محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق-أحوالها ومستقبلها-"، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000.
- 69- محمود حسن حسني ومحمود حامد محمود، "التنمية الاقتصادية"، دار المريخ، السعودية، 2006.
- 70- محمود محمد داغر، "الأسواق المالية-مؤسسات- أوراق-بورصات-"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 71- مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الأول، الطبعة الثانية، 2003.

- 72- مصطفى رشدي شيحه وزينب حسن عوض الله، "الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية"، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1993.
- 73- منير إبراهيم هدى، "مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر و محاذير"، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1995.
- 74- منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.
- 75- منير إبراهيم هندي، "أساسيات في الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 76- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، دار المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 77- مؤمن إبراهيم حسن، "اسواق الاوراق المالية العربية واقعها وامكانيات تطويرها و الربط فيما بينها- سلسلة الدراسات الاستثمارية-"، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، بدون بلد نشر، 1988.
- 78- نبيل حماد، "الجات ومنظمة التجارة العالمية أم تحديات لمواجهة الاقتصاد العربي"، دار انجي للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1999.
- 79- نزيهة المقصود مبروك، "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، دار الفكر الجامعية، مصر، 2007.
- 80- هوشيار معروف كاكامولا، "الاستثمار والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 1-2- الكتب باللغة الاجنبية:

1-Conso, "La gestion financière de l'entreprise", Edition dunod, deuxième edition, 1989.

2-Shall helly, "Introduction to financial management", gaid hill, new work, 1988.

2-الاطروحات والرسائل الجامعية:

- 1- سامية زيطاري، "ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان حالة أسواق الأوراق المالية العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
- 2- محمد براق، "بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية"، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999.
- 3-المجلات والجرائد:
- 1-3-المجلات:
- 1- حسان خبابة، "دور اسواق الاوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية"، مجلة العلوم الانسانية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2004.
- 2- حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية"، بدون بلد نشر، العدد 27، مارس 2004.
- 3- رمضان علي شراح، "مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها و تطورها"، مجلة الافاق الاقتصادية، العدد 86، 2008.
- 4- سعدون بوكابوس و فارس فضيل، "اقتصاديات الدول العربية بين إشكالية التهميش المالي و الأموال المهاجرة"، مجلة الدراسات الاقتصادية، مركز البصيرة للبحوث و الدراسات الانسانية، العدد 06، جويلية 2005.

- 5- شيخي بلال، "السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في المغرب العربي"، دورية مركز البصيرة للبحوث و الاستشارات و الدراسات التعليمية، دراسة اقتصادية، كلية الاقتصاد، جامعة بومرداس، العدد 12، فيفري 2009.
- 6- عبد الرحمن تومي، "العولمة الاقتصادية و أثرها على العالم العربي"، مجلة الدراسات الاقتصادية، مركز البصيرة للبحوث و الدراسات الأساسية، العدد 03، 2004.
- 7- عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، "أفاق التعاون الاقتصادي العربي في ظل المتغيرات العالمية"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد 02، 2003.
- 8- فلاح خلف علي ربيعي، "اثر السياسات الاقتصادية على المناخ الاستثماري في الدول العربية"، مجلة الجندول، العدد 23، جويلية 2005.
- 9- مؤمن ابراهيم حسن، "اسواق الاوراق المالية العربية واقعا وامكانيات تطويرها و الربط فيما بينها- سلسلة الدراسات الاستثمارية-"، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، بدون بلد نشر، 1988.
- أنجي توكل، "من يربح السباق البنوك أم سوق المال"، مجلة المشروعات الدولية الخاصة، العدد 12، بدون سنة.
- 10- حسين راشد أحمد الكبيسي، "مقومات نجاح السوق المالية"، مجلة السوق، مجلة فصلية تصدر عن سوق الدوحة للأوراق المالية، قطر، العدد 2005، 05.
- 11- رشيد بوكساني و نسيمة أوكيل، "مقومات تطوير بورصة الجزائر"، مجلة العلوم التجارية، المعهد الوطني للتجارة، بدون بلد نشر، ماي 2006.
- 12- فريد يريك شنيدر و دومينيك أنستي، "الاختباء وراء الظلال: نمو الاقتصاد الخفي- قضايا إقتصادية-"، العدد 30، صندوق النقد الدولي، 2002.
- 2-3- الجرائد:**
- 1- صادمي، اجراءات جديدة تعرض للمناقشة في مجلس مساهمات الدولة (طرح نسبة من رأس المال الشركات الكبرى بالبورصة)، جريدة الخبر العدد 4658، الصادر في 22-03-2006.
- 4-1- الملتقيات، الندوات، المؤتمرات:**
- 1-1- الملتقيات:**
- 1- أمل مصطفى عصفور، "المالية"، ملتقى حول تنظيم و ادارة البورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورقة عمل بشرم الشيخ مصر، 01-06-2005.
- 2- دريدي بشير و بن عمر الاخضر، "مشاكل الاسواق المالية العربية ومحاولة التكامل بينها، ملتقى دولي حول السوق المالي بين النظرية والتطبيق في اطار تجارب الدول العربية"، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، يومي 21-22 اكتوبر 2008.
- 3- حسن عطا غنيم، "المشتقات المالية"، ملتقى حول تنظيم و إدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، ورشة عمل بشرم الشيخ، مصر، 06-10 مارس 2005.
- 4- زيدان محمد ونورين بومدين، "دورا لسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر- المعوقات و الأفاق-"، ملتقى دولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.
- 5- شبايكي سعدان، "معوقات الخصوصية في الجزائر"، الملتقى الدولي الإقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر، 2004.

- 6- عبادي محمد وبن دعاس زهير، "تحديات ربط الاسواق المالية العربية في ظل العولمة مع التركيز على الاسواق المالية الخليجية"، ملتقى دولي حول السوق المالي بين النظرية والتطبيق في اطار تجارب الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، ايام 21-22 اكتوبر 2008.
- 7- عوض محمد باسراحيل، "دور البنك المركزي اليمني في إنشاء سوق الأوراق المالية وتطويرها"، ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية المنظمة، شرم الشيخ، مصر، 06-10 مارس 2005.
- 8- محمد قويدر ومحمد فرحي، "اهمية الاستثمارات العربية البيئية في تعزيز التكامل الاقتصادي العربي"، ملتقى حول اهمية الاستثمارات العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 08-09 ماي 2004.
- 9- محمد براق، "محاضرة حول بورصة الجزائر و دورها في تمويل الاقتصاد الوطني"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية و تحديات المناخ الإقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام 23، 22 أبريل 2003.
- 10- حملوي ربيعة، "أساليب الخصخصة و تجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة و الدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، سطيف، الجزائر من 03-07 أكتوبر 2004.
- 11- صلاح فلاحي، "بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية و امكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار"، ملتقى دولي حول أهمية الثقافة و نجاعة الأداء للإندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان، 2004.
- 12- عجيلة محمد وبن نوي مصطفى، "استراتيجية التمويل و عولمة الأسواق المالية العربية-رهانات وتحديات-"، ملتقى دولي حول السوق المالي بين النظرية و التطبيق في إطار تجارب الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، يومي 21-22 أكتوبر 2008.
- 4-2- الندوات:**
- 1- إبراهيم حسن و آخرون، "أسواق الأوراق المالية العربية الأداء و التحديات"، صندوق النقد العربي بحث مقدم إلى ندوة، دور القطاع الخاص في الاقتصاديات العربية، الكويت، 1999.
- 2- خليفة علي ضو، "أداء السوق المالي وقطاع البنوك والنمو الاقتصادي في البلدان العربية"، ندوة بعنوان القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة، بتاريخ 02-03 افريل 2000، ابوظبي، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإئماء الاقتصادي والاجتماعي بتعاون مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.
- 3- عبد الوهاب بوكروح و آخرون، "خبراء اقتصاديون يحذرون استمرار الأزمة سيلحق أضرار جسيمة بالاقتصاد الجزائري"، ندوة الشروق اليومي حول الأزمة المالية العالمية، 05-10-2008.
- 4-3- المؤتمرات:**
- 1- إبراهيم أحمد جركس و آخرون، "تفعيل أداء الاسواق و المؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة"، بحوث و مناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العراقي و متغيرات البيئة العربية و دولية، بيت الحكمة، بغداد، الطبعة الاولى، 2002.
- 2- اسامة جعفر الفقيه، "تنظيم اسواق المال العربية"، ورقة مقدمة الى مؤتمر اندماج اسواق المال العالمية وانعكاسه على دول مجلس التعاون لدول الخليج، المنعقدة في الكويت 07-08 اكتوبر 1989.
- 3- عادل حميد يعقوب عبد العالي، "هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة-الحالة العربية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الاسلامي، كلية الشريعة، بجامعة أم القرى، مصر، بدون سنة.
- 4- فاروق تشان، "الاستثمارات العربية واقعا و افاقها في ظل النظام العالمي الجديد"، مؤتمر الاستثمار والتمويل بعنوان تطوير الادارة العربية لجذب الاستثمار، شرم الشيخ، مصر، من 05-80 ديسمبر 2004.

5- محمد براق وآخرون، "معوقات الاستثمار في أسواق الاوراق المالية العربية-حالة الجزائر-"، المؤتمر الدولي العالمي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2004.

5-التقارير:

- 1- إحصائيات صندوق النقد العربي، 2005- 2006 .
- 2- احمد البيطار، المعالجة التشريعية والانظمة المتعلقة بالاسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، صندوق النقد العربي، 2002.
- 3- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا، ربط الاسواق المالية العربية من اجل تحقيق التكامل الاقليمي في منطقة الاسكوا، نيويورك 2004.
- 4- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2004.
- 5- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير 2004.
- 6- سلمان العلي، قراءة في الأزمة المالية العالمية وأثرها على آفاق التنمية الاقتصادية في سورية، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد ، جامعة حلب، 2008- 2009.
- 7- هالة حلمي سعيد و آخرون، تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية، دراسة معدة بتكليف من الهيئة العامة لسوق المال المصرية، سبتمبر 2001.
- 8- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004.
- 9- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001.
- 10- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003.
- 11- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، 2009.
- 12- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002.
- 13- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008.
- 14- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات المالية، الفصل السادس، 2009.
- 15- صندوق النقد العربي، المؤسسات المالية العربية، تمويل التنمية في الوطن العربي، 2005.
- 16- صندوق النقد العربي، تقرير خاص بقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية عدد خاص، الأسواق العربية المشاركة في قاعدة البيانات نشأتها و تطورها، افريل 1999.
- 17- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 2008، 54.
- 18- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الدول العربية، 2009.
- 19- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010.
- 20- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، نظرة عامة على الاقتصاديات العربية خلال 2009، 2009.
- 21- صندوق النقد العربي، التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء، 2002.
- 22- صندوق النقد العربي، التكامل العربي في ضوء التجربة الاوروبية الاستراتيجية الاقتصادية نموذجا، 2010.
- 23- صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الاسواق المالية العربية، جوان 2003.
- 24- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص 124.
- 25- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية، الفصل السابع، 2009.
- 26- عبد الله بن حسن عبد القادر، السوق المالية السعودية، نشرة فصلية، 2004 .

6-مواقع الانترنت:

- www.islamonline.net/arabic/economics
- www.alarabiya.net
- Alloushblog.wordpress.com
- www.uabarablaws.org
- www.gazian.com/issues
- www.amf.org.ae/ar

7-قوانين:

- 1- المواد 05،06،07، من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03/07/1996 يتعلق بشروط اعتماد الوسائط في عمليات البورصة وواجباتهم و مراقبتهم.
- 2- المرسوم التشريعي رقم 93 – 08 المؤرخ في 25 افريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 75 – 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 افريل 1993. ◦
- 3- نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 96 – 03 المؤرخ في 03 جوان 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسائط في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادرة بتاريخ 01 جوان 1997.

فهرس الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	مقارنة بين الأسهم والسندات.	22
02	مؤشرات تقويم المخاطر (السياسية، المالية، الاقتصادية).	74
03	معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي (%) للدول العربية.	76
04	مؤشر سياسة فائض أو عجز الميزانية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.	77
05	مؤشر سياسة التوازن الخارجي.	78
06	مؤشر السياسة النقدية (التضخم).	80
07	أسعار صرف في الدول العربية من 2003-2006.	81
08	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2000.	104
09	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2000-2001.	106
10	طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر	173

فهرس الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	مناخ الاستثمار وسياساته	26
02	تحديد سعر الفائدة في السوق وفقا للنظرية التقليدية	38
03	سعر الفائدة في السوق وفق النظرية الحديثة	39
04	العلاقة بين سعر الفائدة والتضخم في الأجل الطويل	41

48	المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم	05
----	--	----

المخلص باللغة العربية:

تمثل اسواق الاوراق المالية بالدول الناميةى عموما و العربية خصوصا اداة اساسية في النمو الاقتصادي لما لها من اثر ايجابي على النشاط الاقتصادي،و ذلك من خلال خلق السيولة النقدية اللازمة للاستثمار والتنمية،بالشكل الذي يجعل اسواق راس المال اكثر جاذبية للمستثمرين في الحصول على التمويل طويل الاجل،من خلال الاقبال على اقتناء الاصول المالية،مع وجود امكانية تحويلها الى سيولة مطلقة بسرعة ويسر او اعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية بما يحقق اكبر عائد عنها،الامر الذي يعزز افاق النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

من هذا المنظور سوف تركز الدراسة على الاسواق الناشئة بصفة عامة،لننتقل الى دور الاسواق العربية كجزء من الاسواق الناشئة في التنمية الاقتصادية من خلال الاحاطة بواقعها،والمعوقات التي تحد من نشاطها مع ذكر السبل الكفيلة بتعزيز مكانتها والقيام بدورها.

الملخص باللغة الاجنبية:

Stock markets are considered to be one of means capable of stimulating economic growth,Its positive effect consists in providing necessary liquidity for investment decision and development wicth makes capital markets more attractive to investors seeking longuer financing.From investors point of view, investing on stock markrt gives the possibility of selling at any time and/or constructing a portfolion that yields higher return.

In this view, our study will be concentrating on the emerging markets in generzl,its conceptual fram work,its importance and characteristics.Then, we will consider the role arab stock markets are playing in economic development ,barriers making it less active and exposing different ways enabling these markets to have sustainable place and being more effective.