

دور البورصات العربية في دعم التكامل المالى العربى

إعداد

حسين عبد المطلب الأسرج

باحث اقتصادى بوزارة التجارة الخارجية والصناعة المصرية

E.Mail:hossien159@gmail.com

MOBILE:(002)(0106237534)

منزل: ١٣٨٢٦ ميت راضى-بنها-القليوبية-مصر

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

زاد الاهتمام في العديد من الدول العربية بتأسيس وتطوير أسواق الأوراق المالية ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي، باعتبارها آلية مناسبة لتنفيذ برامج الخصخصة، ولأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف السبعينيات. ورغم هذا التعدد والانتشار النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية، وكذلك الاهتمام المتزايد بتنشيطها، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الأمر في الدول الصناعية الرئيسية، أو حتى مثلما هو الحال في الدول حديثة التصنيع. ولا شك في أن تطوير وافتتاح الأسواق العربية على بعضها البعض يعد أمراً ضرورياً للغاية في ظل العولمة المالية والمستجدات الاقتصادية على الصعيدين العربي والعالمي بما يؤمن تعبئة المدخرات العربية وتوظيفها في أوجه الاستثمارات المختلفة. فالاندماج في النظام العالمي الجديد ومواجهة تحديات العولمة وإزالة الحواجز أمام تجارة السلع والخدمات وخاصة المالية منها؛ يفرض على أسواقنا العربية العمل على التطوير حتى يتم التوصل إلى سوق موحدة من خلال ربط البورصات العربية وإقامة سوق مالية عربية مشتركة، بالإضافة إلى ضرورة تطوير البنية المؤسسية لأسواق المال العربية وإعادة هيكلتها وتذليل العقبات التي تواجهها بالتعاون العربي المشترك. ويهدف البحث إلى دراسة وتحليل أداء البورصات العربية كآلية تستهدف تحقيق التكامل المالي العربي وزيادة التدفقات المالية العربية.

وعلى ذلك ينقسم البحث إلى مايلي:-

الفصل الأول: الاطار النظرى لدراسة سوق الأوراق المالية

الفصل الثانى: مقومات التكامل المالى العربى

الفصل الثالث: تحليل أداء البورصات العربية (١٩٩٤-٢٠٠٤)

الفصل الرابع: خصائص اسواق الأوراق المالية العربية

الفصل الخامس: تفعيل دور البورصات العربية فى دعم التكامل المالى العربى

الفصل الأول

الإطار النظري لدراسة سوق الأوراق المالية

تمهيد

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال ، والعمود الفقري لسوق رأس المال في ظل الاقتصاد الحر ، وتأتي أهمية سوق الأوراق المالية ، لما لها من آثار مختلفة على الأداء الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية للمجتمع ككل. فعملية تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها تعد الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية ، ولا يخفى ما لمثل هذه الوظيفة من آثار إيجابية على الاقتصاد القومي ، فتوظيف المدخرات في شراء الأوراق المالية ما هو إلا نوع من الاستثمار ، حيث تتحول هذه المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة. ويخصص هذا الفصل لدراسة الإطار النظري لدراسة سوق الأوراق المالية وذلك كما يلي :¹

أولاً : التعريف بهيكل سوق المال (*) Financial Market

¹ تم صياغة هذا الفصل من:

-حسين عبد المطلب الأسرج،"دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"،رسالة ماجستير غير منشورة،جامعة الزقازيق،كلية التجارة بينها،قسم الاقتصاد،٢٠٠٢،ص ص ١-٣١
- حسين عبد المطلب الأسرج،آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة ،كتاب الأهرام الاقتصادي،العدد ٢٠٩،مايو ٢٠٠٥ .

-حسين عبد المطلب الأسرج،تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة(١٩٩٤-٢٠٠٣) مع دراسة خاصة بالبورصة المصرية،سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي،العدد ٧٩،الكويت،ديسمبر ٢٠٠٤، ص ص ١١-٢٢

(*) يفضل البعض استخدام مصطلح "سوق التمويل" وليس "سوق المال" برغم شيوع استخدام الثاني ، وذلك لان كلمة المال تعتبر من جوامع الكلم في اللغة العربية ، فهي تعنى جميع طبقات الحياة ، بحيث يعتبر مالا كل ما يكون الثروة من نقد سائل أو عقارات أو أراضى أو قيم منقولة كالأسهم والسندات أو سلع أو عروض التجارة أو المحاصيل. وبهذا المعنى تتكون سوق المال من أسواق عديدة ، مثل سوق السلع والسوق العقارية وسوق الصرف وسوق التمويل ، وهذا الخطأ الدارج ناتج عن ترجمة كلمة Finance بمعنى (مال) ، في حين أنها تعنى تمويل. راجع هذا الرأى عند :سيد عيسى "تطوير سوق التمويل فى مصر" ، بحث مقدم إلى مؤتمر الاقتصاديين المصريين الثالث عشر ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، نوفمبر ١٩٨٨ ، ص ١ .

تعتبر عملية تعبئة الموارد (المحلية منها والخارجية) من أهم التحديات التي تواجه الدول النامية ، وذلك لتمويل الاستثمارات الإنتاجية ولتحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي ولهذا يعمل صانعو السياسات الاقتصادية في هذه الدول على تكوين أسواقهم المالية وإعطائها مزيد من الاهتمام ، وذلك لما لهذه الأسواق من أهمية في تعبئة المدخرات المحلية ، وجذب مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية^(١) .

ويقصد بسوق المال جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل في تجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها ، وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر^(٢) .
وسوق المال بهذا المفهوم عبارة عن قناة بين أولئك الذين يملكون فوائض مالية (المدخرون) - وهم يشكلون جانب العرض للأموال - وأولئك الذين لديهم عجز مالي (المقترضون) - وهم يشكلون جانب الطلب على الأموال - ، حيث تعمل سوق المال على انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (أفراد - مؤسسات - شركات) ، إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (أفراد - مؤسسات - شركات)^(٣) .
وتأخذ الأسواق المالية العديد من التقسيمات ، وفقا لآجال المعاملات التي تتم فيها ، أو حسب الوسيلة المستخدمة في التعامل أو حسب المرحلة التي يتم خلالها التعامل^(٤) . كما قد تكون أسواق المال محلية أو إقليمية أو عالمية .

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

(٢) صبرى أحمد أبو زيد، دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر خلال الفترة ١٩٧٥ - ١٩٨٥/١٩٨٦ ، مجلة مصر لمعاصرة ، العددان ٤١١-٤١٢ ، يناير - أبريل ١٩٨٨ ، ص ٧٥ .

^٣ راجع في ذلك :

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

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

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

(١) لمزيد من التفاصيل حول هذه التقسيمات راجع :

- كمال سرور ، اثر أسواق المال على السياسات الاقتصادية في مصر ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : الخصخصة والأوراق المالية ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ١٦-١٧ مارس ١٩٩٦ ، ص ٤-٥ .

وتنقسم سوق المال بصفة عامة إلى قسمين رئيسيين (1):
أولهما : سوق النقود Money Market (سوق التعاملات قصيرة الأجل) ، وهى تلك السوق التى يتم فيها إصدار وتداول الأصول النقدية قصيرة الأجل ، ويتولى الجهاز المصرفى ممثلاً فى البنك المركزى والبنوك التجارية ، القيام بهذه العمليات .
وثانيهما : سوق رأس المال : Capital Market وهى تلك السوق التى يتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل . وهذه السوق تنقسم بدورها إلى قسمين رئيسيين هى :-

أ- سوق رأس المال غير المالى : Non Capital securities Market وتشتمل هذه السوق على الأجهزة التى تقوم بعمليات الإقراض والاقتراض متوسط وطويل الأجل.
ب- سوق الأوراق المالية : Securities Market ويتعلق الاستثمار فى هذه السوق بتوظيف الأموال فى شراء الأوراق المالية سواء كانت أسهماً أو سندات ، وتنقسم بدورها إلى سوقين ، إحداهما تختص بإصدار الأوراق المالية وتسمى سوق الإصدار ، والأخرى تختص بتداول الأوراق المالية وتسمى سوق التداول.

ثانياً : التعريف بسوق الأوراق المالية :

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها فى المشروعات الاستثمارية حيث تلعب هذه السوق دوراً أساسياً فى تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات ، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر فى هذه السوق من أسهم وسندات. ويعتبر نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأى دولة ، وخاصة تلك الدول التى تتبنى برامجاً لخصخصة العديد من شركات القطاع العام ، ويتراجع فيها الدور المهيمن للدولة فى الحياة الاقتصادية(2).

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

(2) راجع فى ذلك :

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

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

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

وبهذا المعنى تنقسم هذه السوق إلى شقين رئيسيين هما^(١) :-

أ- سوق الإصدار (السوق الأولية).

ب- سوق التداول (السوق الثانوية).

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

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

سوق الإصدار أو السوق الأولية هي تلك السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام^(*) في الأوراق المالية سواء كانت أسهما أو سندات ، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأسمال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس ، كما قد يتعلق بالسندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية العامة التي يحق لها الإصدار^(٢).

والسوق الأولية تصنعها مؤسسات مالية متخصصة تقوم بالاكتتاب في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية ، ثم تقوم ببيعها للجمهور مرة أخرى لتحقيق أرباحاً من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسات (بنوك الاستثمار) ، وفي الدول التي تتسم أسواقها بالصغر ، قد تتولى بعض البنوك التجارية هذه المهمة والسوق الأولية النشطة تساهم في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، وذلك من خلال دفعها بالمستثمرين إلى

(4) راجع في ذلك :

- عاطف النقلي ، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر ، كتاب الأهرام الإقتصادي ، العدد (٧٨) أغسطس ١٩٩٤ ، ص ص ١٩ - ٢١ .

- بنك مصر ، سوق الأوراق المالية في مصر : المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة (١٩٩٠-١٩٩٦) ، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (١) ، ١٩٩٧ ، ص ص ١٧-١٨ .

(٦) يتم إعلان المستثمرين الحاليين والمرتقبين بالإصدارات الجديدة من خلال نشرة الاكتتاب ، وتشمل ملخصاً لأهم الحقائق المتعلقة بالجهة المصدرة والأوراق المالية المطروحة للاكتتاب ، كما أنها تشمل كافة الحقائق التي يعتمد عليها المستثمر في تقييم الأوراق المالية المصدرة وقد يتم الإعلان بصورة مباشرة للمستثمرين الحاليين ، أو بطريقة غير مباشرة من خلال الصحف والمجلات المتخصصة. راجع في ذلك:- أحمد أسعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، مركز التعليم المفتوح ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٤ ، ص ٦.

(١) راجع في ذلك :-

- عاطف النقلي ، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٠ .

- مصطفى رشدي شبحه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، (الإسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، ١٩٩٢) ، ص ٤٥٦ .

التخلي تدريجياً عن استثمار أموالهم في المضاربات العقارية أو الاستخدامات السائلة ، ومن خلال مساعدتها في زيادة وتشجيع الادخار ، وما يستتبع ذلك من دفع سريع لعملية التنمية الاقتصادية، وبالتالي خلق فرص استثمارية جديدة يتيحها الاقتصاد القومى للمستثمرين كلما قطع شوطاً في مراحل التنمية.

وتتبع أهمية السوق الأولية النشطة والمستقرة من كونها تعمل على جذب المدخرات سواء بطريقة مباشرة (من خلال شراء الأوراق المالية ، أى الاكتتاب فى أسهم الشركات)، أو بطريقة غير مباشرة (من خلال البنوك وشركات التأمين التى تستثمر جزءاً من أموالها- الودائع وبوالص التأمين - فى شراء الأوراق المالية)^(١) .

كما أن السوق الأولية تتيح فرصاً متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم فى أشكال متعددة من الأوراق المالية ، والتى تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية ، ومن ناحية أخرى ، فهى تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو ، وهو ما ينعكس أثره الإيجابى على الدخل القومى وعلى مستوى المعيشة فى الدول المعنية^(٢).

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

سوق التداول أو السوق الثانوية تعبر عن المكان الذى تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً ، والتى يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري ، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء ، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة^(٣) .

وللسوق الثانوية أهمية بالغة للاقتصاد القومى ، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية ليست استثمارات مالية فقط -كما يتراءى للبعض - ولكنها استثمارات اقتصادية أيضاً فالمدخر (المستثمر) عندما يشتري الأوراق المالية من البورصة ، فهو يعمل على تحرير سيولة تصبح

(٢) صبرى أحمد أبو زيد ، دور سوق المال فى تمويل الاستثمارات ...، مرجع سابق ، ص ٩٠ .

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

(4) محمد عثمان إسماعيل حميد ، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، (القاهرة : دار النهضة العربية ، ١٩٩٣) ، ص ٥٢ .

متاحة للاستثمار فى فرص أخرى داخل الاقتصاد القومى ، وبغض النظر عن طريقة استخدام هذه السيولة الجديدة ، فإنها ستقلل تكلفة الفرصة (أو الخسارة) البديلة حال استعمالها لتمويل استثمار جديد ، وستؤدى إلى زيادة المنفعة فى حال استعمالها لتمويل إنفاق استثمارى^(١) .

وتتبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال آجالها المحددة ، مما يجعل المستثمر (المدخر) مطمئناً إلى انه يستطيع الحصول على السيولة (النقود) اللازمة له فى أى وقت يريده^(٢) .

والأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية ، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة لديها ، أو أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم ، ويحددون الأسعار وفقاً لحجم العرض والطلب^(٣) . وفيما يلى يتم تناول كل من هاتين السوقين بشيء من الإيجاز :-

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

السوق المنظمة أو ما يطلق عليها بورصة^(٤) الأوراق المالية ، ما هى إلاسوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جداً فى هذا النوع من النشاط ، وهذه التعاملات تجرى فى مكان محدد وهو "البورصة" ، وفى أوقات محددة ، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة ، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات^(٤) .

(١) صبرى أبو زيد ، دور سوق المال فى تنمية الاستثمارات فى مصر .. ، مرجع سابق ، ص ٩٦ .

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

(٣) صبرى حسن نوفل ، الاستثمار فى الأوراق المالية : مقدمة للتحليل الفنى والأساسى ، كتاب الأهرام الإقتصادى ، العدد (١٠٠) ، مايو ١٩٩٦ ، ص ٨١ .

(٤) اشتقت كلمة بورصة من أسم شخص يدعى (فان دى بورص) من مدينة براج ببلجيكا ، كان يعيش فى القرن السادس عشر ؛ ويمكن التفرقة بين نوعين من البورصات : الأول : هو بورصة الأوراق المالية ، والثانى: هو بورصة التجارة ، ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية ، راجع: سامى عفيفى حاتم ، التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم ، (القاهرة : الدار المصرية اللبنانية ، الكتاب الثانى ، ط ٢ ، ١٩٩٣) ، ص ٢٣٢ .

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

وتؤدى البورصة عديداً من الوظائف الرئيسية للاقتصاد القومى، ولعل أهمها ، تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام فى عملية الاستثمار والتنمية ، وتلبية احتياجات الدولة المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة ، لتمويل أهداف التنمية، عن طريق إصدار السندات طويلة الأجل والأذونات قصيرة الأجل " أذون الخزانة"^(١) .

ب - السوق المالية غير المنظمة Unorganized Market

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

وبناء على ذلك يمكن القول بأن الأسواق غير المنظمة ماهى إلا أطراف لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات^٢.

٣ - العلاقة التبادلية بين سوقى الإصدار والتداول : -

-
- (٥) لمزيد من التفاصيل حول هذه الوظائف ، راجع :
- نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية ، كتاب الأهرام الإقتصادى ، العدد (٧٢) ، فبراير ١٩٩٤
ص ١١ .
- مصطفى رشدى شبيحه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، مرجع سابق ، ص ص ٤٦٧ - ٤٩٦ .
- محسن أحمد الخضيرى ، كيف تتعلم البورصة فى ٢٤ ساعة ، (القاهرة : ايتراك للنشر والتوزيع ، بدون سنة نشر) ، ص ص ١١-١٢ .
- محمد عثمان حميد ، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ... ، مرجع سابق ، ص ص ٥٥-٥٦ .

² لمزيد من التفاصيل حول الأسواق غير المنظمة ، راجع :

- French, D., Security And Portfolio Analysis : Concepts and Management , OpCit, pp 45-54.
- Francis, J.C., Investments : Analysis and Management , Opcit, p.p 46-55.

هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول ، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل ، والاقتصاد في النفقات ، وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد سائل ، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار ، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وما يستتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.

من جهة أخرى ، فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكتتاب في أسهمها (سوق الإصدار) ، يتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة (سوق التداول) ، على نحو يؤدي إلى تنشيطها ، ومن ثم إلى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها، وإلى سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب. مما سبق يتضح أن كلا من شقى سوق الأوراق المالية (سوق الإصدار وسوق التداول) يؤثر كل منهما في الآخر¹

ثالثاً : شروط قيام سوق الأوراق المالية:

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرارات من السلطات المختصة ، ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط الأساسية ، منها:²

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

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

¹ السيد الطيبي ، " أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص فى خطة التنمية " ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع ، القاهرة ، ١٩٨٩ ، ص ٩ .

² مصطفى رشدى شبيحه، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سابق، ص ٤٥٥ .

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

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

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

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

٧- وتكتمل

هذه المقومات بربط سوق الأوراق المالية محلياً وإقليمياً ودولياً عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث فى هذا المجال^١

رابعاً: أهمية سوق الأوراق المالية

^١ راجع فى ذلك : -

البنك المركزى المصرى ، دراسة عن تطوير أسواق رأس المال العربية ، مؤتمر : آفاق الاستثمار فى الوطن العربى ، القاهرة ، ٢٩/٢ - ٣/٣/١٩٩٢ .

لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات ، كما تلعب دوراً بارزاً في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي ، من خلال ربط القطاعات ذات الفائض المالي بالقطاعات ذات العجز المالي. ويخصص هذا المبحث لدراسة هذه الأهمية ، على النحو التالي ١ :-

أولاً : أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد.

ثانياً : أهمية سوق الأوراق المالية للشركات.

ثالثاً : أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد القومي.

رابعاً : أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برنامج الخصخصة

أولاً : أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد:

تتبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجد هؤلاء الأفراد أسلوباً منظماً لتوظيف أموالهم ومدخراتهم - مهما بلغ حجمها - بما يحقق لهم عائداً يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات ، وفي الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال ، وأيضاً المستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول. كما أن هذه السوق تمكنهم من الحصول على السيولة في الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة ، وإن لم يكن أكبر ربح ممكن، وفي أسرع وقت ، بحيث يكون التعامل في الأوراق المالية مشابهاً لعمليات السحب ، والإيداع في البنوك التجارية .

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

ثانياً : أهمية سوق الأوراق المالية للشركات :

¹ حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مرجع سابق، ص

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات ، من كونها تلعب دورين مميزين ، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر(1) ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما ، فإنهم فى حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية ، وبناء عليه فإن المنشأة التى تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون فى السوق من خلال مصادر المعلومات التى - يفترض أنها متوافرة - هى التى ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم ، بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق حصيله وفيرة للإصدار ، وهذا يعنى انخفاض تكلفة الأموال، أى انخفاض تكلفة الاستثمار. أما الدور غير المباشر ، فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل فى أسهم منشأة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا فى تزويد هذه المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية ، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد القومى:

تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومى ، حيث أنها تساعد فى الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج القومى فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة ، كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة ، مما يشجع على زيادة الاستثمار، واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو (2). من جهة أخرى ، فإن السوق المالية النشطة توجد وعاءً مناسباً للدخار والاستثمار ، مما يقضى على المضاربات فى المجتمع ويقلل من الاكتتاب غير المنتج ، كما يؤدي كل هذا إلى إيجاد فرص عمل جديدة تسهم فى تخفيف حدة البطالة التى هى إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة، وبالتالي فإنه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين (3). وسوق الأوراق المالية إذا ما توافرت لها سبل الكفاءة ، فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية ، وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبى المباشر ، واستثمارات المحفظة بأساليب مكلمة

(١) منير هندی ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٦٣ .

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

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

للادخار المحلى - وليست عوضا عنه - وقد ترتبط المساهمات الأجنبية فى أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى ، أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة(1).

رابعاً: أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برنامج الخصخصة:

دأب الأدب الاقتصادى فيما يتعلق بعمليات الخصخصة(*) على محاولة الربط بينها وبين قيام سوق مال تنافسية وذات كفاءة ، وخصوصا سوق الأوراق المالية. وقد اتضحت هذه العلاقة فى الكثير من تجارب الخصخصة ، حيث تبين أنه كلما كانت هناك سوق أوراق مالية قوية ونشطة وتنافسية ، وذات كفاءة ، كلما نجح برنامج الخصخصة الذى يتم تنفيذه. ويتعاضد دور سوق الأوراق المالية فى الاقتصاديات النامية ، خاصة تلك التى تتبنى برامج للإصلاح الاقتصادى ، وتتميز بالكفاءة والانتعاش ، تسهم فى إتمام عمليات الخصخصة ، من خلال مساهمة أكبر عدد من الأفراد فى حيازة أسهم الوحدات الاقتصادية المطروحة للخصخصة ، عن طريق شراء المدخرين مباشرة أو بطريقة غير مباشرة (بالوسطاء) الأوراق المالية التى تصدرها المشروعات العامة محل الخصخصة. من ناحية أخرى فإن القيام بعمليات الخصخصة سوف يساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية وتوسيع دائرة التعامل فيها، حيث أن شركات قطاع

(١) أحمد ابى السرور "الأسواق المالية العربية الناشئة : الأوضاع والأفاق" ، فى : سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية ، صندوق النقد العربى ، أبو ظبى ، الإمارات العربية المتحدة ، بدون سنة نشر ، ص ٩٥ .

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

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

- أحمد محمد محرز ، الخصخصة : النظام القانونى لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (٩٩) ، إبريل ١٩٩٦ ، ص ص ٣-١٦ .

- رابح رتيب ، مستقبل الخصخصة ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد (١٠٥) ، أغسطس ١٩٩٧ ، ص ص ٢٧-٩ .

الأعمال العام المطروح أسهمها للبيع فى بورصة الأوراق المالية سوف تساهم فى زيادة حجم الأوراق المالية المعروضة، مما يؤدى إلى تنشيط حركة التعامل فى البورصة ، ومن ثم ازدهار وتنشيط سوق الأوراق المالية ككل(1).

خامسا: علاقة سوق الأوراق المالية بالمتغيرات الكلية فى الاقتصاد القومى

لم تتناول النظريات والآراء الاقتصادية موضوع سوق الأوراق المالية بصورة صريحة ومباشرة، ولكن هناك بعض جوانب للارتباط غير المباشر بين سوق الأوراق المالية وبعض النظريات الاقتصادية، ويمكن أن نتناول منها بصورة موجزة ما يلى :-

أولاً: مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية.

ثانياً: جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة.

ثالثاً: أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية.

أولاً: مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية.

كان التقليديون (الكلاسيك) حتى مارشال يعتبرون أن سوقى المنافسة الكاملة والاحتكار هما الأدوات التحليلية التقليدية فى دراسة السوق، وذلك على أساس أنهما يمثلان نقيضين لنماذج السوق يمكن على أساسها دراسة كيفية تكوين الأثمان.(1)

(1) لمزيد من التفاصيل حول الخصخصة وعلاقتها بسوق الأوراق المالية ، راجع :
- أحمد محمد محرز ، الخصخصة : النظام القانونى لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص ، مرجع سابق ،

ص ص ٨٨ - ٩٤ ، ص ص ١٠٨ - ١٤٥ .

- عبد المطلب عبد الحميد ، دور الجهاز المصرفى فى دعم برنامج الخصخصة وتنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر ، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : الخصخصة وسوق الأوراق المالية، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ١٦ - ١٧ مارس ١٩٩٦ ، ص ص ٣-٥ .

- الاتحاد العام للغرف التجارية ، أساليب الخصخصة ، النشرة الاقتصادية ، قطاع الشؤون الاقتصادية، العدد (٢٦) ، القاهرة، ١٩٩٧ ، ص ص ٧٤ - ٧٧ .

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

(1) حمدية زهران، النظرية الاقتصادية ، (القاهرة : مكتبة عين شمس ، ٢٠٠١) ، ص ٢٨٧ .

واعتبر الكلاسيك أن نظام المنافسة الكاملة هو النظام المثالى الذى يكون قادرا على تحقيق المصالح الخاصة من جهة وإقامة التوازن الاجتماعى والاقتصادى من جهة أخرى.

هذا وتهيئ سوق الأوراق المالية من خلال البورصة أقرب الأسواق إلى المنافسة الكاملة ، فالبورصة المنظمة هي أقرب الأسواق إلى تحقيق أسباب المنافسة الكاملة واستقامة فعل قانون العرض والطلب ، وذلك على أساس توافر الشروط التالية:-^(٢)

١- اتصال البائعين والمشتريين (أو من ينوب عنهم) ببعضهم .

تكفل البورصة تقابل جميع عروض البيع المتوافرة فى أية لحظة بجميع طلبات الشراء المتوافرة فى تلك اللحظة ، فتؤدى المساومة العلنية العامة إلى احداث السعر الوحيد الذى يعبر عن الحكم الجماعى وقتئذ، ويصبح هذا السعر دون سواه المقياس الصحيح السائد فى كل مكان داخل البورصة وخارجها ، وميزة تركيز العرض كل والطلب آتية من قيام البورصة فى مكان ثابت لا يجوز أن تجرى المعاملات فى سواه.

٢- حرية المساومة فى تحديد الثمن .

فى بورصات الأوراق المالية يعلن الطالب فى الشراء على الملاء رغبته فى شراء صك معين بسعر معين كما يعلن العارض أنه على استعداد لبيعه عند سعر محدد ، فاذا تقابل السعران تمت الصفقة ، أما اذا لم يتوافق السعران أرجئت الصفقة إلى أن يعدل كل عميل الثمن الذى حدده أو تنتهى فرصة أخرى لوجود طرف آخر يقبل التعاقد بالثمن الذى حدده العميل . أما اذا لم يكن الثمن محددًا من جانب العميل فإن السمسار الطالب يحدد الطلب بثمان أعلى والعارض بثمان أدنى على أن يجد مجيب فتعقد الصفقة .

٣- انتفاء التآمر على تحديد أسعار البيع أو الشراء .

يتعذر عمليا وقوع التآمر بين السماسرة عامة حيث أن كل سمسار يتلقى من عملائه أوامر البيع والشراء على حد سواء، كما يتعذر وقوع التآمر بين العملاء عامة على البيع بما لا يقل عن سعر معين أو الشراء بما لا يزيد عن سعر معين .

(٢) يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، مرجع سابق ، ص ص ٥٢-

٤- توافر العلانية الكاملة .

تتوافر العلانية التامة فى بورصات الأوراق المالية حيث أن العرض والطلب يتم الإعلان عنهما عن طريق النداء، كما يدوننان على لوحات مخصصة لهذا الغرض متى أراد العارض أو الطالب ذلك ، كما أن الصفقات تعقد علنا ويدون سعرها على الفور فى الجدول الرسمى .

٥- التعامل فى وحدات متجانسة (متماثلة) .

يتم التعامل فى بورصات الأوراق المالية على كميات وفيرة من الصكوك موحدة النوع والرتبة بحيث يستطيع إحلال أية وحدة منها محل الأخرى بلا فارق ولا تمييز ، ويعتبر توحيد نوع الصكوك شرطا لا غنى عنه فى سبيل الوصول إلى وحده السعر فى أية لحظة ، كما أن وفرة كميات الصكوك المعدة للتعامل يعتبر شرطا لازما لنشاط الأخذ والعطاء بحيث يسهل تقابل العرض والطلب.

ثانيا: جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة.

١- أسعار الأوراق المالية والاستثمار:-(^١)

أعطى كينز أهمية كبيرة لمستوى الأسعار فى سوق الأوراق المالية كمحدد لمستوى الاستثمار ، ويبدو أن كينز كان مقتنعا بأن الأسعار فى سوق الأوراق المالية يمكن أن تؤثر على مستوى الاستثمار ، لأنها كما يبدو تعطينا حكما وتقديرا قائما على أساس الظروف حول العوائد المتوقعة على الأصول المنتجة التى تمتلكها المنشآت الآن . وحتى لو كان المستثمر الجديد لا يقبل تقديرات وأحكام السوق ، فإنه يستطيع عندما تكون الأسعار فى سوق الأوراق المالية منخفضة الحصول على الأصول المنتجة بواسطة شراء أسهم شركات معينة للسيطرة عليها بدلا من شراء أصول جديدة ، وأنه يستطيع إذا كانت الأسعار فى سوق الأوراق المالية مرتفعة أن يقوم بالاستثمار مباشرة فى الأصول العينية بدلا من الشراء فى أسواق الأوراق المالية . وعلى هذا فإن الأسعار فى سوق الأوراق المالية تؤثر فى الاستثمار .

(^١) يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، مرجع سابق ، ص ص ٥٥-

ونظرا للتغيرات الكثيرة فى سوق الأوراق المالية فقد اقترح كينز أن يكون شراء أى نوع من أنواع الاستثمار مسألة أبدية كالزواج الكاثوليكي لا يمكن الافتراق عنه إلا بالموت أو بسبب جسيم ، ولكنه يعود بعد ذلك ليقول إن هذا العمل لو تم فسوف يحول الاستثمارات القديمة إلى شكل جامد ، وهذا يعوق الاستثمارات الجديدة إلى حد كبير .

٢- أسعار الأوراق المالية ودافع المضاربة :

خلص كينز إلى أن تفضيل السيولة من أجل المضاربة يرتبط أساسا بعامل عدم التأكد وتوقع حدوث تغيرات فى أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة. (*)

- فعندما يسود توقع بأن أسعار الأوراق المالية وخصوصا السندات سوف ترتفع فإن الأفراد سيفضلون شراء هذه الأوراق فورا وبسعرها الحالى مستخدمين ما فى حوزتهم من نقدية سائلة ، مما يعنى التخلّى عن السيولة ، وذلك حتى يمكنهم بيع هذه الأوراق مستقبلا بسعر مرتفع ويحققون أرباحا وهو ما يعرف بحالة المضاربة على الصعود.

- أما الحالة العكسية ، عندما يسود توقع بانخفاض أسعار الأوراق المالية وخصوصا السندات فهذا يعنى تفضيل الأفراد للاحتفاظ بالسيولة وتصفية محافظهم المالية ، بحيث يمكن استخدام هذه السيولة فى المضاربة مستقبلا وهو ما يعرف بحالة المضاربة على الهبوط.

وبناء على ما سبق فإن توقع ارتفاع أسعار الأوراق المالية يدفع الأفراد إلى تفضيل السيولة وذلك يتم من خلال توقعات أسعار الفائدة حيث أن انخفاضها يعنى ارتفاع أسعار السندات وارتفاعها يعنى انخفاض أسعار ال أدوات تنمية الادخار من خلال سوق الأوراق المالية

سادسا: أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية.

(*) حدد كينز عند مناقشته لموضوع سعر الفائدة ثلاثة دوافع لتفضيل السيولة ، هى دافع المعاملات ، ودافع الاحتياط ، دافع المضاربة والذى اعتبره البعض من ابتكار كينز .راجع فى ذلك تفصيلا:اسماعيل محمد هاشم، التحليل الكلى والدورات التجارية، (الإسكندرية: دار الجامعات المصرية ، ١٩٨٠) ، ص ص ١٨١-١٨٥ .

يمكن أن نحدد أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية إلى

مجموعتين ١ :-

الأولى : عوامل أساسية ، وهى تنشأ خارج السوق ، وتعكسها مقدما أو تنعكس عليها مؤخرا وهى أساسية لأنها تتعلق بتطورات اقتصادية أو أساسية ترتبط بتركيب الاقتصاد القومى ومستويات نشاطه ، وهى خارجة لأنها لا تنشأ داخل السوق ، وإنما قد تتوقعها السوق فتؤثر على سلوكها وتؤثر هذه المجموعة من العوامل الأساسية على أسعار الأوراق المالية فى الأجل القصير على الأقل ، طبقا لتفسير المتعاملين بها ، وتأثر سلوكهم بهذا التفسير .
والثانية : عوامل فنية ، وهى تنشأ داخل السوق ، وتتعلق بطبيعة عملياته والطرئق التى يستخدمها المتعاملون فى مجال تخطيطهم للعمليات المالية التى يهتمون بها . ويلجأ الاقتصاديون عادة فى تفسيرهم للتقلبات التى تحدث فى السوق ومن داخلها إلى هذه المجموعة من العوامل الفنية التى غالبا ما يعززون إليها ما يسمونه بالتقلبات العرضية. وتتأثر أسعار الأوراق المالية للمشروعات المقيدة فى سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى مدى سلامة المركز المالى والاقتصادى لهذه المشروعات بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية ، كما تتأثر بمستوى النشاط الاقتصادى فى المجتمع وتؤثر فيه بدورها. وفيما يلى يتم تناول بعضا من هذه المتغيرات ٢ :-

١- السياسة المالية : Fiscal Policy

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

¹ السيد الطيبى ، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص فى خطة التنمية ، مرجع سابق، ص ٥-٦ .

² حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة ببناها، جامعة الزقازيق، ٢٠٠٢، ص ١٤-١٨

السوق. وأيضاً إذا لجأت الحكومة إلى التمويل التضخمي لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض حجم الأرباح

٢- السياسة النقدية : Monetary Policy

يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور. وتؤكد عدد من الدراسات على وجود علاقة بين السياسات النقدية وبين مستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال. فإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة النقدية وهو عرض النقود على سبيل المثال نجد أن زيادة عرض النقود سوف ينعكس على أسعار الفائدة في السوق بالانخفاض، ومن شأن ذلك تشجيع الاستثمار وما لذلك من تأثيرات على متغيرات كلية آخر داخل الاقتصاد مثل رفع معدلات الناتج وانخفاض معدلات البطالة، ومن المؤكد أن يؤثر ذلك إيجابياً على دخول منشآت الأعمال وعلى مستويات الأرباح المحققة وهو ما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمها بالارتفاع. وفي الوقت نفسه يمكن أن يكون لزيادة عرض النقود آثاره السالبة على أسعار الأسهم، حيث من المتوقع أن يؤدي زيادة عرض النقود إلى ارتفاع معدل التضخم ومن ثم ارتفاع معدل العائد المرغوب على الاستثمار من جانب المستثمر، ومضمون ذلك هو انخفاض القيمة التي يدفعها المستثمر في الأسهم على سبيل المثال. وقد يدفع ذلك الوضع واضعي السياسات إلى تخفيض حجم المعروض من النقود.

٣- سعر الصرف : Exchange Rate

تعتبر قيمة العملة التي يدفعها المشتري لورقة مالية أو يتقاضاها عن بيعها أو عندما يحصل على عائدها، لها أثر هام على وضع السوق والتي تظهر في أكثر من صورة. فانخفاض قيمة العملة يتوقف على أثره على طبيعة الأصل المال، إذ يتحول حاملوا الأصول المالية ذات الدخل الثابت والتي يتم دفع كوبوناتها بالعملة المنخفضة عنها، وعلى العكس يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى شراء الأوراق المالية التي تدر عائداً بعملة ذات قيمة مرتفعة في مقابل العملة الوطنية المنخفضة. وبالنسبة للسندات التي يتم تقييمها وهي سندات ذات العائد بالعملة الوطنية فسوف يزداد عائدها، وتمثل قيمة استردادها إغراء بالنسبة لمالها. كذلك بالنسبة للأوراق المالية ذات العائد المتغير. وباختصار فإن معدل العائد

المتوقع لأى أصل من الأصول المالية يتكون من ثلاثة أجزاء هي إيرادات العوائد،الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة ارتفاع أو انخفاض السعر السوقى للأصل المالى،وأخيرا الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة للتغير فى سعر الصرف.ويمكن حساب الكسب أو الخسارة الرأسمالية بالفرق بين القيمة السمية للصك والسعر المدفوع.فإذا كان هناك فرصة فإنه سيبيع الصك قبل حلول تاريخ استحقاقه،وبالتالى يمكن فقط تقدير الكسب أو الخسارة الرأسمالية التى سيتحملها . وبما أنه لا يُعرف مقدما ما سيكون عليه سعر الصرف خلال فترة الاحتفاظ بالأصل،فإنه يمكن التخمين فقط عند ذلك.

٤- التضخم : Inflation

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

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

٥- سعر الفائدة : Interest Rate

لما كانت الأوراق المالية تمثل أصولاً مالية، فمن الطبيعي أن تقيّمها في لحظة محددة يتوقف على سعر الفائدة السائد في السوق في نفس اللحظة والذي هو ثمن النقود. وكلما كان سعر الفائدة مرتفعاً مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها كلما أدى ذلك إلى انهيار الأسعار بالبورصة وذلك باعتبارها عنصر هام في نفقة المشروعات من ناحية وأيضاً له أثر هام على المنافسة بين الأنواع الأخرى للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر، حيث يقوم المدخرون الراغبون في توظيف أموالهم بالمقارنة بين العديد من أشكال التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض المعروف مقدماً دون تحمل أية مخاطر وبين تحمل مخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة. وأياً كان الأمر، فإن أي إصلاح جوهري يرتبط بتوفير عائد موجب على تلك المدخرات التي يتم توظيفها. وهذا التنافس الحديث للسندات في سوق الأوراق المالية أصبح موضوعاً جوهرياً وأساسياً، فردود أفعال السوق تتبع بحذر تطور أسعار الفائدة، غير أنه في هذا المجال فإن انخفاض أسعار الفائدة يعتبر عاملاً هاماً في نفس الوقت للأسهم والسندات وإن كان هذا الأثر ألياً بالنسبة للسندات وأيضاً يمكن حسابه، أما بالنسبة للأسهم فالأثر يكون نفسياً ويتوقف على آراء حامليها وعلى مستوى الأسعار السائد في البورصة¹

٦- حجم الإنتاج القومي : National Income

إن تأثير التقارير عن حجم الإنتاج القومي قد يكون لها أثر إيجابي أو أثر سلبي على أسعار الأسهم، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم، ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها. وقد تبدو العلاقة أو الارتباط بين مستوى البورصة ومستوى النشاط الاقتصادي واضحة من خلال نتائج المشروعات فتعكس الظروف المتعلقة بكل مشروع مستوى النشاط والذي يترجم ربحية المشروعات، في حين تعكس الأسعار المعلنة في البورصة درجة ثقة المتعاملين، وتدرج القدرة المالية للمشروعات المقيدة. وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة في الإنتاج القومي قد تلقى بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل. يحدث ذلك إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة النمو في المعروض من النقود بشكل يتوقع أن يسفر عن إحداث تضخم، وكما سبقت الإشارة

¹ مصطفى رشدي شبيحة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سابق، ص ٥١٠-٥١٣ .

يترتب على التضخم زيادة فى سعر الفائدة التى ينجم عنها انخفاض أسعار الأسهم فى السوق، وذلك من جراء الزيادة المحتملة فى معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

سابعا: شروط اقبال المدخرين على توظيف مدخراتهم فى سوق الأوراق المالية:

وحتى يقبل المدخر فكرة توظيف مدخراته فى سوق الأوراق المالية ، فإنه يلزم أن تساهم هذه السوق فى تحقيق أهدافه من ناحية ، وأن تتوافر فيها مجموعة من الشروط من ناحية أخرى ، كما يلى ١: _

١- الشروط التى تتعلق بأهداف المدخرين :

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

وعلى خلاف ذلك ، قد يقوم البعض بشراء الأوراق المالية بنية الاحتفاظ بها وتوظيف أمواله فيها لكى يحصل على عائد منها هو قيمة كوبونات الأسهم وأرباح السندات ، فتدر عليه دخلا منتظما هو عائد الاستثمار ٢

٢ - الشروط التى تتعلق بسوق الأوراق المالية :

هناك مجموعة من الشروط التى يجب توافرها فى سوق الأوراق المالية لكى يقبل

المدخرون توظيف أموالهم بها ، وأهم هذه الشروط ما يلى: ٣

أ - الأمان :

1 حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر، رسالة ماجستير، قسم

الاقتصاد، كلية التجارة ببها، جامعة الزقازيق، ٢٠٠٢، ص ص ٢٧-٢٩

2 صبرى حسن نوفل ، مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية من وجهة نظر المستثمر وشركات السمسرة ، مؤتمر : مستقبل الاستثمار فى سوق الأوراق المالية ، القاهرة ، ٢-٣ مارس ١٩٩٩ ، ص ص ٣-٤ .

3 شعبان يوسف مبارز ، استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية فى تقييم أداء أسواق الأوراق المالية ، مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية ، مجلة الدراسات المالية والتجارية ، كلية التجارة ببنى سويف ، جامعة القاهرة ، السنة (٥) ، العدد (١) ، يناير ١٩٩٥ ، ص ص ٢٤٤-٢٤٧ .

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

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

ب- العدالة والمساواة :

حتى يستطيع المدخرون اتخاذ القرارات المناسبة عند توظيف أموالهم ، فإنه يلزم أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فرصاً متساوية للتعامل ، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات ، وهو المقصود بعدالة السوق. أما عن المساواة ، فيجب أن تكون متوافرة لكل المتعاملين في البورصة بحيث تمكنهم من الحصول على بيانات معينة عن الشركات التي ألزمها القانون بنشرها ، فالمساواة هنا يفترض لتحقيقها ضمان قدر من الشفافية ، بحيث يكون المتعاملون على علم بحقيقة الصكوك التي يتعاملون فيها.

ج - السيولة :

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

د - المنافسة :

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

ثامناً: الآثار التنموية لسوق الأوراق المالية

فى اقتصاديات السوق الحرة تكون لأسواق الأوراق المالية والهيكل المالى الكفاء ، تأثيرات إيجابية هامة على النمو الإقتصادى من حيث الآثار التى تولدها هذه الأسواق فى زيادة الحجم الكلى للمدخرات ، وزيادة التخصيص الكفاء لرأس المال ، وزيادة الحجم الكلى للاستثمار وتخصيص أكفاً للمدخرات الوطنية^١.

أولاً : أثر السوق على الحجم الكلى للمدخرات : _

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

أولهما : أن تكون الأدوات المالية المتاحة واسعة القبول لعدد كبير من المدخرين يجعلها شعبية إلى حد كبير لتبرير حيازتها.

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

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

ب-أن يتوافر لوحدات الفائض أو لبعض منها ميل للاستثمار فى هذه الأوراق.

ج-وجود حافز لوحدات الفائض كى تستقطع من دخلها نسبة عالية لاستثمارها فى الأوراق المالية .

ثانياً: أثر السوق على التخصيص الكفاء للمدخرات: _

¹ سليمان المنذرى ، البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية ، كتاب الأهرام الإقتصادى ، العدد (٩٦) ،

يناير ١٩٩٦ ، ص ص ١٥-٢٢

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

ثالثاً : أثر السوق على حجم الاستثمار الكلي : _

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

أولهما : اثر التكلفة Cost Effect

ثانيهما : أثر الإمكانية Availability Effect الناشئ من حقيقة كون تنمية سوق مالية كفاء سيقود إلى تقليص تكلفة الأموال بما في ذلك الأثر النفسي الذي يحدثه. ويعمل الهيكل المالي المتطور بتوحيده سوق رأس المال على تخفيض تكلفة الاقتراض في النهاية ، وذلك بتضييقه بشكل جوهري للحدود التي يتقلب فيها سعر الفائدة، كما أن وحدة سوق رأس المال سيشتجع أيضاً تخصيصاً أكثر كفاءة للموارد ، وزيادة في معدل العائد الذي تدره. وبالنسبة للتخصيص الأفضل للمدخرات بين مختلف الاستثمارات المحتملة ، فهناك شكوك حول قدرة هذه الأسواق في تخصيص الثروة بشكل مناسب حتى في البلدان المتقدمة ذات البورصات النشطة ، لأن إعادة توزيع الموارد الرأسمالية أو تفتيتها تواجه معارضة شديدة في اقتصاد المشروع الحر .

تاسعاً: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية بمثابة السلعة التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وفيما

يلي دراسة للأوراق المالية وأهم أنواعها ، وذلك على النحو التالي: _

أولاً : ماهية الأوراق المالية .

ثانياً : خصائص الأوراق المالية.

ثالثاً : أنواع الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية .

أولاً : ماهية الأوراق المالية :ـ

الورقة المالية هى عبارة عن وثيقة لإثبات حق ملكية أو حق مديونية ، وهى تعطى للمستثمر الذى يحوزها حقوقاً معينة للمطالبة فى الأصول الخاصة. وتشتمل الأوراق المالية التى تمثل مديونية على السندات والرهنات ، بينما تشتمل الأوراق المالية التى تمثل ملكية على الأسهم العادية ، وكافة حقوق الملكية القابلة للبيع فى السوق ، بالإضافة إلى الأسهم الممتازة والتى تعتبر خليطاً بين الأوراق المالية التى تمثل حق ملكية والأوراق المالية التى تمثل حق مديونية ، وإن كانت تصنف ضمن الأوراق المالية التى تمثل حق ملكية.(١)

ثانياً : خصائص الأوراق المالية:

تتوافر فى الأوراق المالية عدة خصائص أهمها مايلي:ـ (٢)

١-المثليات : تتميز الأوراق المالية بكونها من المثليات التى يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء ، الأمر الذى يترتب عليه أن يتحدد لها بالسوق - سواء كانت البورصة أو غيرها - سعر موحد لكل ورقة مالية من ذات الطبقة وذات الإصدار ، سواء تعلق الأمر بالأسهم أو السندات.

٢-مخزن للقيمة : تعتبر الأوراق المالية مخزناً للقيمة - وخاصة الأسهم - حيث تتزايد قيمتها مع اضطراد نجاح الجهة المصدرة ، وذلك فضلاً عما تدره لحائزها من دخل سنوى ، مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة، إن لم يكن ربحاً - وفى أسرع وقت ، بحيث يكون التعامل مع هذه الأوراق مشابهاً للإيداع والسحب من حسابات البنوك ، مع ما تتميز به من عائد أكبر وإمكانية زيادة رأس المال بالنسبة لبعضها.

(١) Francis, J.C., Investments : Analysis and Managements, Opcit, P. 8

(٢) مصطفى شيحة ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، مرجع سابق ، ص ص ٤٦٩-٤٧٠.

٣- تعبئة المدخرات : تسمح الأوراق المالية بتعبئة المدخرات وتحسين الدخل ، نظراً لإمكانية إصدارها بقيم تتناسب مع مختلف المدخرين ، الأمر الذى يمكن من تعبئة موارد مالية كبيرة بقدر اتساع قاعدة المشاركين وليس بقدر مقدرتهم المالية.

ثالثاً : أنواع الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية : _

هناك العديد من الأوراق المالية التى يتم تداولها فى بورصات الأوراق المالية ، ويمكن تقسيم تلك الأوراق المالية إلى نوعين أساسيين هما، الأسهم والسندات ، ويندرج تحت هذين التقسيمين عدة أنواع من الأوراق المالية.

١- الأسهم .

يحتاج تأسيس المشروعات الكبيرة لمواجهة ظروف المنافسة إلى رؤوس أموال ضخمة تفوق قدرات شخص واحد أو موارد مجموعة محدودة من الأفراد ، لهذا دعت الضرورة إلى إنشاء الشركات المساهمة لتأسيس مثل هذه المشروعات الكبيرة ، فرأسمال الشركة المساهمة مقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهماً (١) .

والسهم عبارة عن صك يؤكد لحاملة ملكية حصة فى رأسمال الشركة تعادل المبلغ الذى دفعه ، وهذا الصك يعطى لحاملة الحق فى الاشتراك فى توجيه سياسة الشركة ، من خلال الآراء التى يطرحها فى الاجتماعات التى تعقد للمساهمين أو من خلال حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة (٢).

(١) عدلى سلامة اندراوس ، "سوق المال فى مصر" ، البنك المركزى المصرى ، معهد الدراسات المصرفية، محاضرات عام ١٩٩٤ / ١٩٩٥ ، ص ١٦ .

(٢) لمزيد من التفاصيل حول هذه الحقوق راجع :

- عدلى سلامة اندراوس ، سوق المال فى مصر ، مرجع سابق ، ص ١٦ - ١٧ .

- صبرى حسن نوفل، الاستثمار فى الأوراق المالية : مقدمة للتحليل الفنى والأساسى ، مرجع سابق ، ص ١٢-١٣ .

- علاء الدين محمود زهران، الاستثمار فى سوق الأوراق المالية، معهد التخطيط القومى، مذكرة داخلية رقم (٩١٨) ، ٢٠٠٠ ، ص ٧.

ولكل سهم قيمة اسمية Par value وقيمة سوقية Market value والقيمة الاسمية هي التي يصدر بها أصلاً ، وتدرج على وجه الصك ، وتسجل في دفاتر الشركة ، وعلى ذلك فإن القيمة الاسمية للسهم تعدل قيمته في دفاتر الشركة ، غير أن القيمة الدفترية للسهم Book value تتغير في المدى الطويل، إذ تعادل القيمة الاسمية للسهم مضافاً إليها الأرباح المحتجزة أثناء حياة الشركة ، أما القيمة السوقية فهي تتحدد في البورصة وفقاً لقوى العرض والطلب (١) .

ويمكن تقسيم الأسهم من حيث تداولها إلى أسهم اسمية ، وأسهم لحاملها ، كما يمكن تقسيمها من حيث نصيبها في توزيع الأرباح وفائض التصفية إلى أسهم عادية ، وأسهم ممتازة ، وأسهم التمتع (٢) .

٢- السندات :

-
- صبرى حسن نوفل، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من وجهة نظر المستثمر وشركات السمسرة، مرجع سابق، ص ص ٧-٨ .
 - نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ص ١٤-١٥ .
 - (١) صبرى حسن نوفل ، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية .. مرجع سابق ، ص ٧
 - (٢) قد تكون الأسهم عادية تتساوى في القيمة والحقوق التي تخولها لأصحابها ، وقد تكون ممتازة ، بأن تخول لأصحابها بعض المزايا الخاصة ، وأخيراً ، توجد أسهم التمتع ، وهو نوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة تعويضاً للمساهمين عند الاستهلاك ، وذلك حتى لا تنقطع صلة المساهم بالشركة ، وهي قد تخول لحاملها حقوقاً في التصويت أو الأرباح أو غير ذلك ، وإنما يكون نصيبها أقل من الأسهم العادية . لمزيد من التفاصيل حول أنواع الأسهم ، راجع :
 - منير إبراهيم هندی ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث ١٩٩٩)، ص ص ٨-١٤، ص ص ٢٨-٣٠ .
 - منير هندی ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ص ٥-٢٨ .
 - منير هندی ، كيف لك أن تجعل نشرة الاكتتاب في الورقة المالية أداة لتسويقها ، مؤتمر : مستقبل الاستثمار في الأوراق المالية ، القاهرة ، ٢-٣ مارس ١٩٩٩ ، ص ص ١-١٢ .
 - رشا مصطفى مسعد ، محددات الاستثمار في أسواق رأس المال ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٨ ، ص ص ٣٣-٣٥ .
 - Francis, J.C., Investments : Analysis and Management, OpCit, PP 14-19.
 - احمد عبده على سليم ، دور سوق الأوراق المالية في دعم إمكانيات التنمية الاقتصادية في مصر، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ١٩٩٨ ، ص ص ٣٨-٤١ .

قد تحتاج الحكومة أو إحدى الشركات إلى تمويل ، وقد لا يفضل الحصول على ذلك التمويل بإصدار أسهم جديدة. ونظرا لكبر المبلغ وصعوبة تدبيره من مقرض واحد ، وخاصة أنه يكون لآجال طويلة ، وكذلك تتغير تكلفة القرض من مقرض لآخر ، ومن وقت لآخر ، فإنه يتم تقسيم القرض إلى أجزاء صغيرة يسمى كل منها سندا ، وي طرح للجُمهور. (١)

والسندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر ، بمقتضى هذا الاتفاق يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا لمدة محددة وسعر فائدة معين. والسند يختلف عن القرض لأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه ، وهو بذلك يحتفظ بدرجة عالية من السيولة لحامله ، وقد يتضمن العقد شروطاً أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ، كما قد يتضمن شروطاً لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها. (٢)

والسندات تتضمن علاقة دائنيه ومديونية تربط بين مصدرى السندات باعتبارهم مدينين ، ومالكي السندات باعتبارهم دائنين ، ويتعهد المقرض فى السند بدفع فائدة محددة سنويا فى حالة السندات ذات الفائدة الثابتة ، ولا ترتبط بما تحققه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر. (٣)

والسندات إما أن تصدرها الحكومة أو الشركات : (٤)

(١) عدلى سلامة اندراوس ، تطور سوق المال فى مصر ، مرجع سابق ، ص ص ١٧-١٨.

(٢) صبرى حسن نوفل ، مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية... ، مرجع سابق ، ص ٨.

(٣) عند إصدار السندات تحدد مقدار الفائدة السنوية المستحقة عليها والتي تلتزم الجهة المصدر بدفعها كل سنة (فى بعض الحالات تكون نصف سنوية) وتبقى هذه الفائدة ثابتة طوال فترة القرض، وللسندات آجال محددة تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمتها خلالها ، وتعرف عملية السداد هذه "باستهلاك السندات" ولا يحق لحامل السند مطالبة الجهة التى أصدرته بقيمته قبل التاريخ المحدد لاستهلاك السند ، وإنما يستطيع بيعه فى السوق الثانوية للسندات . راجع :

- يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، رسالة دكتوراه، غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٧ ، ص ص ١٢٣-١٢٤.

(4) Francis, J.C., Investments : Analysis and Management, Opcit, p9.

- صبرى حسن نوفل ، مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية... ، مرجع سابق ، ص ٩ .

- علاء الدين محمود زهران ، الاستثمار فى سوق الأوراق الأولية ، مرجع سابق ، ص ٩-١٠.

- فالسندات الحكومية : Government Bonds هي سند تصدرها الدولة لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم ، وهي إما أن تكون دائمة لا تحدد الدولة التاريخ الذي ستسدد فيه قيمة السند ، ولكنها تتعهد بأن تدفع لحامله فائدة محددة كل سنة أو ستة أشهر ، وقد تكون قابلة للاستهلاك بأن تتعهد الدولة بأن تسدد قيمة السند في أجل محدد ، وغالبا ما يكون على أقساط سنوية .(١)

- أما سندات الشركات : Corporate Bonds فهي سندات تصدرها الشركات المساهمة للاقتراض من الجمهور ، وطبقاً للتشريع المصرى فإنه يحظر إصدار هذه السندات على شركات الأشخاص والشركات المغلقة ذات المسؤولية المحدودة ، والشركات المساهمة التي لم يدفع رأسمالها بالكامل ، والشركات حديثة التأسيس إلا بعد نشر الميزانية الأولى لها ، ولا يجوز أن تصدر الشركات سندات بقيمة تزيد على رأس المال المدفوع طبقاً لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العمومية.(٢)

(١) Francis, J. C., Investments : Analysis and Management , Opcit , P 26

(٢) هذه السندات تأخذ أكثر من شكل ، فقد تكون سندات مضمونة ، وهي سندات تكون مضمونة برهن ثابت كالأرض أو العقارات والآلات ... الخ. وقد تكون سندات غير مضمونة ، وهي سندات غير مضمونة بأصل ثابت وقد تكون سندات لحاملة ، يحق لمن يحملها التقدم بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة ، وقد تكون سندات مسجلة ، وهي سندات مسجلة باسم شخص معين ولا تدفع الفوائد إلا له ، وقد تكون سندات لا تحمل معدل فائدة ، وهي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية ، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق . وقد تكون سندات ذات معدل فائدة متحرك ، وهي سندات يحدد لها معدل فائدة مبدئى ، يستمر العمل به لمدة معينة ، على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة ، بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة فى السوق . وقد تكون سندات دخل ، وهي سندات لا يجوز لحاملها المطالبة بالفوائد فى السنوات التى لا تحقق فيها الشركة أرباحاً ، راجع فى ذلك :

Francis, J.C., Investments: Analysis and Management, Opcit, pp 9 – 14

- صبرى حسين نوفل ، الاستثمار فى الأوراق المالية : مقدمة فى التحليل الفنى والأساسى ، كتاب الأهرام الإقتصادى ، العدد (١٠٠) ، مايو ١٩٩٦ ، ص ص ١٥-١٧ .
- منير إبراهيم همدى ، أدوات الاستثمار فى أسواق راس المال .. ، مرجع سابق ، ص ص ٣٦-

حادى عشر: أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية العالمية (المشتقات)

ساعد التطور السريع فى مجال المعلومات من حيث السرعة والدقة ودرجة الثقة إلى تعدد المراكز المالية العالمية وتشجيع المضاربة والتوسع فى التعامل خارج الحدود ، وزيادة المنافسة بين المؤسسات المالية ، الأمر الذى أدى إلى تدهور عوائد بعض هذه المؤسسات خاصة فى الولايات المتحدة وأوروبا الغربية خاصة فى ظل الرقابة المصرفية على أنشطتها.

وفى ظل هذه الضغوط من المنافسة وتدهور العوائد ، كانت المشتقات Derivatives مخرجا لهذه المؤسسات من ناحيتين ،الأولى : أنها أدوات مالية توفر عوائد جديدة لهذه المؤسسات (خاصة المصرفية) ، الثانية: أنها تنتقل النشاط المصرفى من داخل الميزانية إلى خارجها ، وبالتالي لا تخل بقواعد الرقابة المصرفية.(١)

وفى هذا المبحث يتم دراسة المشتقات باعتبارها أحد أهم أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية العالمية ، وذلك على النحو التالى :ـ

- أولاً : تعريف المشتقات .
- ثانياً : أهمية المشتقات .
- ثالثاً : أهم أنواع المشتقات .

أولاً : تعريف المشتقات :

تعتبر المشتقات من أهم أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية العالمية ، وقد بدأ التعامل فى هذه الأدوات منذ أوائل السبعينيات مع التقلبات الحادة التى شهدتها الأسواق المالية ، فيما يتعلق بمعدلات العائد (أسعار الفائدة) ، وأسعار الصرف ، وأسعار الأسهم ، وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر التقلبات فى تلك الأسعار.(٢)

(١) جاسم محمد المتعب الحذب الشمري ، المشتقات ... ، مرجع سابق ، ص ٧٦٥ .

(٢) على الرغم من أن المشتقات تستخدم للتحوط ضد مخاطر التقلبات فى الأسعار ، إلا أنها تتعرض بدورها لعدد من المخاطر ، منها مخاطر الائتمان ، مخاطر السوق ، المخاطر التنظيمية والتشغيلية ، المخاطر الرقابية . لمزيد من التفاصيل حول هذه المخاطر ، راجع :

وقد تصاعد حجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة خلال الثمانينات وبشكل واضح خلال التسعينيات ، نظر لزيادة هذه المخاطر مع تزايد اللجوء إلى التمويل من خلال الأسواق المالية الدولية.(١)

وتعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل الأسهم والسندات والنقد الأجنبي والذهب.. الخ) ، بهدف التحوط ضد مخاطر التغيير المتوقع في أسعار تلك الأصول.(٢)

يتضح من ذلك أن مفهوم المشتقات يقوم على بناء علاقات تعاقدية بهدف الاستفادة من مزايا لم تستطع الأدوات المالية الأساسية تقديمها ، أو أنها تجنب المتعاملين مخاطر تعاقدية معينة ، وهذا أدى إلى ظهور مصطلح جديد هو الهندسة المالية للدلالة على الأسلوب الإنشائي في تكوين هذه الأدوات.(٣)

ثانياً : أهمية المشتقات :

يمكن إرجاع أهمية الأدوات المالية المشتقة إلى ما تحققه من مزايا أهمها(٤) .

١-أهميتها في الحد من المخاطر :

يعتبر الحد من أو تجنب المخاطر هو أهم الأغراض التي أدت إلى استخدام المشتقات ، حيث أن هذه الأدوات إذا ما أحسن استخدامها والرقابة عليها فإنها تساعد المنشآت في إدارة

- أحمد محمد صلاح عطية ، الأدوات المالية المشتقة : كتد جديد للمراجعين ، المؤتمر العلمي الثالث بكلية تجارة بنها ، مرجع سابق ، ص ص ٧٩٤ - ٧٩٦ .

(١) بلغ إجمالي حجم التعامل في المشتقات المالية في البورصات المنظمة نحو ٣٨٧,٧ تريليون دولار خلال عام ١٩٩٨ ، بزيادة بلغت ٣١ تريليون دولار بنسبة ٨,٧% عن عام ١٩٩٧ ، راجع: البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي لعام ١٩٩٩ /٩٨ ، ص ٩ .

(٢) البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص ٩٩ - ١١٠ .
(٣) جاسم محمد المتعب الحذب الشمري ، المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية ، مرجع سابق ، ص ٧٥٩ .

(٤) راجع في ذلك :

- المرجع السابق ، ص ص ٧٦٧ ، ٧٦٨ .

- احمد محمد صلاح عطية ، الأدوات المالية المشتقة ... ، مرجع سابق ، ص ص ٧٩٠-٧٩١ .

مخاطرها المالية بشكل يسهم بفاعلية فى خفض مخاطر أى تغييرات مستقبلية فى قيمة الأصول المرتبطة بها عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها لكنه لا يرغب فى تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكنه يرغب فى تحملها (بائع العقد) وذلك فى مقابل تكلفة معينة تمثل قيمة العقد ذاته.

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

٢- أهميتها فى زيادة إيرادات المنشآت :

فى ظل المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية ، أصبحت المشتقات تحقق مزايا فى جلب إيرادات جديدة ، وتنويع المحافظ الاستثمارية وزيادة عدد المتعاملين مع المؤسسات المالية ، وبالتالي زيادة العوائد والرسوم نتيجة تزايد كفاءة ونوعية الخدمات التى تقدمها المؤسسات المالية .

ولم يقف الأمر عند ذلك، وإنما تعد إلى تحقيق غرض المضاربة ، وذلك من منطلق الاعتقاد السائد بأن الدخول فى عمليات ذات مخاطر محتملة عالية ، وإنما يعنى إمكان الحصول على عوائد محتملة عالية ، وذلك باستغلال التقلبات المتوقعة فى السوق ، حيث يعتقد المضارب أن أسعار السوق للأدوات المالية أو السلعة أو المؤثرات المرتبطة بها سوف تتغير ، وبالتالي فإن الأداة المشتقة يمكن أن تتيح صافى تدفق نقدى إلى الداخل ، أو سيتم بيعها مستقبلاً بأرباح.

ثالثاً : أنواع المشتقات:

تتكون الأدوات المالية المشتقة من "عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المقايضات ، والأدوات المالية الأخرى ذات الخصائص المشابهة"^(١)، وفيما يلى نبذة عن هذه الأنواع :

(١) جاسم محمد المتعب الحذب الشمري ، المشتقات ، مرجع سابق ، ص ٧٦٠.

١- عقود الخيار: options

عقود الخيار هي عقود يحق بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما – بيعاً أو شراءً – لعدد معين من أصل في تاريخ لاحق ، وبسعر يحدد وقت التعاقد وهناك نوعان أساسيان من عقود الخيار ، هما خيار البيع ، وخيار الشراء ، يضاف إليهما نوع ثالث يعطى الحق فى الشراء والبيع معاً. (١)

ويلتزم بائع حق الخيار بإيداع هامش Margin لدى بيت السمسرة الذى يتم التعامل معه فى حالة عدم الحيازة الفعلية للأصل محل التعاقد أو فى حالة عدم وجود رصيد له لدى بيت السمسرة بما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة .

٢-العقود الآجلة : Forward Contracts

يقصد بالعقود الآجلة ، تلك العقود التى تعطى لمشتريها الحق فى شراء أو بيع قدر معين من أصل مالى أو عينى بسعر محدد مسبقاً ، بحيث يتم التسليم فى تاريخ لاحق. وتعتبر العقود الآجلة عقوداً شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها ، بما يتفق وظروف كل منهما ، ومن ثم فهى لا تتداول فى البورصة ، كما أنه لا يوجد لهذا النوع من العقود سوق ثانوية. (٢)

٣-العقود المستقبلية : Futures

تعتبر العقود المستقبلية عقوداً آجلة ، لكنها قابلة للتداول فى البورصة ، وتعطى لمشتريها الحق فى شراء أو بيع قدر معين من أصل مالى أو عينى محدد مسبقاً ، على أن يتم

(١) لمزيد من التفاصيل راجع :

منير هندى ، الأوراق المالية وأسواق راس المال ، مرجع سابق ، ص ص ٥٨ - ٦٨ .

- بنك مصر ، المشتقات المالية كأدوات حديثة فى أسواق المال العالمية ، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (٣) ، القاهرة ، ١٩٩٨ ، ص ص ١٨-٢٤ .

- البنك الأهلى المصرى ، المشتقات ، النشرة الاقتصادية ، العدد (٣) ، المجلد (٥٢) ، ١٩٩٩ ، ص ص ١٦-١٧ .

- منير إبراهيم هندى ، " أدوات الاستثمار فى أسواق راس المال ... مرجع سابق، ص ص ٧٠-٧٧ (٢) البنك المركزى المصرى ، أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية ، المرجع السابق ، ص ص ١٠٠-١٠١ .

التسليم فى تاريخ لاحق ، ويلتزم كل من طرفى التعاقد بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة فى شكل نقود أو أوراق مالية ، بهدف حماية كل منهما من المخاطر التى يمكن أن تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر. (١)

ويتمثل وجه الخلاف الرئيسى بين العقود المستقبلية وعقود الخيار ، فى أن العقود المستقبلية واجبة التنفيذ ، بينما تعطى عقود الخيار لمشتريها الحق فى تنفيذ العقد من عدمه ، كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة فى حالة عقد الخيار ، فى حين أن الهامش المبدئى الذى يودعه كل من طرفى العقد المستقبلى لدى بيت السمسرة يمكن استرداده بالكامل فى حالة تنفيذ العقد . (٢)

٤- عمليات المقايضة: Swaps

عمليات المقايضة عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد وفقا له قيمة الصفقة آتيا ، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد فى تاريخ لاحق . ورغم ممارسة صانعى السوق لأنواع مختلفة من عمليات المقايضة ، إلا أن العمليات الخاصة بمعدلات العائد والعملات ، تمثل أهم أنواع تلك العمليات. (٣)

(١) المرجع السابق ، ص ١٠١ .

(٢) زاد حجم التعامل السنوى فى كل من العقود المستقبلية وعقود الخيار فى البورصات المنظمة من نحو ١٢٣,٤ تريليون دولار خلال عام ١٩٩٠ إلى نحو ٣٤٠,٢ تريليون دولار خلال عام ١٩٩٤ ، بمتوسط معدل نمو سنوى قدره ٢٨,٩% خلال الفترة (١٩٩١-١٩٩٤) ، بنحو ٥١,٣% خلال عام ١٩٩٤ وحده ، ارتفعت لتصل الى ٣٥٦,٨ تريليون دولار عام ١٩٩٧ ، راجع فى ذلك:

- البنك المركزى المصرى ، أدوات التعامل الحديثة فى أسواق المال العالمية ، مرجع سابق ، ص ١١٣ .

- البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى لعام ٩٧/٩٨ ، ص ٦ .

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

- البنك المركزى المصرى، أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ١٠٢ -

.١٠٥

المبحث الثاني مقومات التكامل المالي العربي

تعد البورصات حديثة العهد في معظم الدول العربية فيما عدا مصر ولبنان حيث ظهرت في مصر أول سوق للأوراق المالية في المنطقة العربية، وذلك بقيام بورصة الإسكندرية عام ١٨٨٣ ثم بورصة القاهرة عام ١٨٩٨، في حين ان بورصة بيروت لم تظهر الا عام ١٩٢٠. وبعد ذلك دأبت الدول العربية على انشاء وتطوير البورصات نظرا لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف السبعينيات. ورغم هذا التعدد والانتشار النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية، وكذلك الاهتمام المتزايد بتنشيطها، الا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الأمر في الدول الصناعية الرئيسية، أو حتى مثلما هو الحال في الدول حديثة

وفي ضوء الأحداث العالمية والأقليمية التي تشهدها المنطقة العربية، وتزايد الاتجاه نحو العولمة المالية والتحرر المالي^١؛ تتزايد أهمية البورصات في تحقيق التكامل المالي

- بنك مصر، المشتقات المالية كأدوات حديثة في أسواق المال العالمية، مرجع سابق، ص ٣٧-٤٧.

- البنك الأهلي المصري، المشتقات، مرجع سابق، ص ١٨-٢٠.

¹ يمكن تعريف العولمة بأنها زيادة درجة الارتباط المتبادل بين المجتمعات الانسانية من خلال تدفق السلع والخدمات والأموال والتكنولوجيا والقوى البشرية والمعلومات، بينما يمكن تعريف العولمة المالية على انها تكامل النظم المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية، وهذا التكامل يحتاج في الأساس الى أن تقوم الحكومات بتحرير القطاع المالي المحلي وايضا تحرير حساب رأس المال. ويتعاضد ذلك التكامل عندما يؤدي الى زيادة تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود وزيادة مشاركة المقرضين والمقترضين المحليين في الأسواق العالمية، لمزيد من التفاصيل حول العولمة المالية وآثارها والمحاذير والفرص التي تتيحها للدول النامية، راجع:-

- رمزي زكي، عولمة الأسواق المالية: الفرص والمحاذير للبلاد النامية، المؤتمر العلمي الرابع للاقتصاديين

الكويتيين، الجمعية الاقتصادية الكويتية، الكويت ٢٦-٢٨ ابريل ١٩٩٩

- عمرو محيي الدين، "العولمة والتغيرات الجوهرية في بنية الاقتصاد العالمي: اندماج وتكامل هيكل التجارة العالمية وتفكك هيكل الانتاج الصناعي"، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد (٧١)، ديسمبر ٢٠٠٢.

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

-Eswar Prasad and Others, Effects of Financial globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, IMF, Washington D.C, USA, March 17, 2003.

العربي من خلال حرية انتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية وزيادة التعاون بينها مما يعمل تدريجاً على تعميم مجالات التعاون في مجال التجارة الخارجية من استيراد وتصدير وتشجيع الاستثمارات العربية البينية . وهناك عديد من العوامل التي تعتبر مواتية لتفعيل السوق العربية للأوراق المالية، منها:-

أولاً: تحسن مناخ الاستثمار في معظم الدول العربية: تؤكد بيانات تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام ٢٠٠٣، تحسن جميع المؤشرات الاقتصادية الدالة على مناخ الاستثمار وهي:- ١

١. النمو الاقتصادي: تحسن متوسط معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلي الاجمالي في الدول العربية ليبلغ ٤,٥% مقابل ٢,٩%، متجاوزاً معدل النمو العالمي البالغ ٣,٩%. وقد حققت الكويت أعلى معدل نمو حيث بلغ ٩,٩% يليها الإمارات بنحو ٧% ثم السودان بنحو ٦,٤%، في حين حققت اليمن وسلطنة عمان أقل معدلات نمو حيث بلغت ١,٠٥% و ٢,٢% على الترتيب.

٢. التوازن الداخلي: شهد التوازن الداخلي (نسبة عجز/فائض الموازنة للنتائج المحلي الاجمالي) تحسناً في ١٤ دولة مقابل تراجع في ٤ دول، فقد سجل مؤشر عجز الميزانية العامة كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي انخفاضاً في ثمان دول عربية هي: الإمارات، البحرين، جيبوتي، لبنان، الأردن، موريتانيا، المغرب، اليمن ليصل إلى ٨,٥%، ٧%، ١٤,٤%، ٢,٣%، ٢,٥%، ١,٢٧%، ٠,٤٣%، ٠,٤٣% على الترتيب وارتفعت هذه النسبة في كل من سوريا، تونس، مصر لتصل إلى ٩,٧%، ٢,٥%، ٦,٣% على الترتيب. ومن جهة أخرى حققت كل من قطر، وسلطنة عمان، ليبيا فائضاً في المالية العامة كنسبة من الناتج المحلي بلغ ٦,٩%، ٢%، ٢,٦% على الترتيب، في حين تراجعت نسبة هذا الفائض في الكويت ليصل إلى ٢٤,٨% وتحول العجز إلى فائض في كل من السعودية والجزائر ليصل إلى ٢,٦٨%، ٠,٤% على الترتيب وحافظ السودان على نسبة عجز قدرها ٠,٩%.

-Schmukler,S. and Pablo Zoido- sobaton , "Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries", World Bank, Washington D.C.,2001.

¹ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام ٢٠٠٣"، الكويت، ص

٣. التوازن الخارجى:شهد التوازن الخارجى (نسبة عجز/فائض الحساب الجارى للنواتج المحلى الاجمالي) تحسنا فى ١٢ دولة مقابل تراجع فى ٦ دول،فقد سجل مؤشر عجز الحساب الجارى كنسبة من الناتج المحلى الاجمالي انخفاضا فى خمس دول عربية هى: البحرين،لبنان،جيبوتى ، تونس ، السودان ليصل إلى ٣,٢%،٢٥,٦%،١,٦%،٣%،٦,٧%على الترتيب كما تمكنت إحدى عشر دولة عربية من الاستمرار فى تحقيق فائض فى الحساب الجارى ،إذ ارتفعت هذه النسبة فى سبع دول عربية شملت كل من ليبيا،الكويت،سلطنة عمان،السعودية،الجزائر، الأردن، مصر لتصل إلى١٦,٣%،٢٠,١%،١١,٣%،١٢,٩%،١٥,٧%،١١,٤%،٤,٣% على الترتيب.ومن جهة أخرى انخفضت نسبة فائض الحساب الجارى من الناتج المحلى الإجمالى فى خمس دول هى: الإمارات ،قطر،المغرب،اليمن سوريا لتصل إلى ١١,٧%،١٥,٣%،٢,٩%،٠,٦%،٥% على الترتيب ،وزادت نسبة عجز الحساب الجارى من الناتج المحلى الإجمالى فى موريتانيا بصورة ملحوظة لتصل إلى ١٧,٢%.

٤. معدل التضخم:سجل متوسط معدل التضخم فى الدول العربية ارتفاعا طفيفا ليصل إلى ٢,٩% عام ٢٠٠٣ مقابل ٢,١% فى العام السابق وكان ذلك محصلة انخفاض معدل التضخم فى ٥ دول مقابل ارتفاعه فى ١٣ دولة وان كان ذلك ما دون معدل تضخم بلغ ٧% فيما عدا السودان واليمن حيث بلغ معدل التضخم بهما ٧,٧% ، ١١,٨% على الترتيب.

٥. المؤشر المركب لمناخ الاستثمار ١:شهد المؤشر المركب لمكون السياسات الاقتصادية (الميزان الداخلى والميزان الخارجى ومعدل التضخم) لمناخ الاستثمار فى الدول العربية تحسنا ملحوظا خلال عام ٢٠٠٣ اذ بلغ ١,٠١% مقابل ٠,٩% عام ٢٠٠٢، ٠,٧% عام ٢٠٠١ ولكنه ما زال منخفضا عن أعلى مستوى بلغه عام ٢٠٠٠ حيث بلغ ١,٢%. ويعزى التحسن فى مناخ الاستثمار بوجه عام إلى تأثير ارتفاع العوائد النفطية للدول العربية المصدرة للبتترول بتأثير تحسن أسعار النفط خلال العام وانعكاس ذلك ايجابيا على الواردات ووضع المالية العامة مما دعم برامج الإصلاح الاقتصادى ومشاريع البنية التحتية التى تقوم بها الدول العربية.

ثانيا:تطوير الأسواق المالية العربية: عملت الحكومات فى عديد من الدول العربية منذ بداية التسعينيات على تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع جوانب هذه الأسواق. كما عملت على إدخال أحدث الأساليب والمعايير المتعارف عليها دوليا للعمل فيها من أجل الارتقاء بأدائها وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الاستثمارات الخارجية. ويمكن ايجاز أهم التطورات فى الأسواق المالية العربية فيما يلى:- ٢

¹ فى محاولة لقياس أداء الاقتصاديات العربية وتوصيف مناخ الاستثمار فى الدول العربية قامت المؤسسة العربية لضمان الاستثمار منذ عام ١٩٩٦ بتأسيس مؤشر مركب يقيس درجة التحسن أو التراجع فى مناخ الاستثمار فى الدول العربية، وتستند المنهجية التى تم اعتمادها لتعريف البيئة الاقتصادية المستقرة والمحفزة والجاذبة للاستثمار إلى أنها تلك التى تتميز بعدم وجود عجز فى الميزانية العامة، يقابله عجز مقبول فى ميزان المدفوعات، ومعدلات متدنية للتضخم وسعر صرف غير مغالى فيه وبيئة سياسية ومؤسسية مستقرة وشفافية يمكن التنبؤ بها لأغراض التخطيط المالى والتجارى والاستثمارى. وشمل المؤشر المركب ثلاث مجموعات هى السياسات المالية والنقدية والمعاملات الخارجية، بينما التطورات النوعية المتعددة التى تؤثر فى مجمل المناخ مثل درجة الاستقرار السياسى والتطورات التشريعية والمؤسسية، وتنمية الموارد البشرية وما يتم من خطوات فى مجال الترويج، فإن المؤشر لا يعكسها. ويعرف المؤشر حسابيا بأنه متوسط متوسطات المؤشرات الثلاثة (متوسط مؤشر السياسة المالية، متوسط مؤشر السياسة النقدية، متوسط مؤشر سياسة المعاملات الخارجية). المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام ٢٠٠٢، الكويت، ص ص ٢٨-٢٩

² راجع:-

- صندوق النقد العربى، "التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام ٢٠٠٣"، الفصل السابع، ص ص ١٣-١٧ بموقع الصندوق على الانترنت www.amf.org.ae.

- صندوق النقد العربى، "مساهمة صندوق النقد العربى فى تطوير الأسواق المالية العربية"، أبو ظبى، يونيو ٢٠٠٣، ص ص ١٣-٢٠.

١. تعزيز الدور الرقابي: اتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور الرقابي والتشريعي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للحكومة عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص. وقامت باعادة هيكلة اسواقها المالية من خلال اصدار القوانين والتشريعات والتي بموجبها تم فصل الجهاز الرقابي المعنى باصدار الأحكام والقواعد التي تنظم اصدار وتداول الأوراق المالية عن ادارة البورصة التي يجرى من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية. ١

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

٣. تطوير دور المستثمر الرئيسي وزيادة الأدوات الاستثمارية: اتجه معظم اسواق الأوراق المالية العربية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة. ٢ ولهذا عملت السلطات على تشجيع الادخار طويل الأجل باحداث حسابات ادخار من الأسهم المدرجة في الأسواق وتتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركات التأمين بالتعامل في هذه الأسواق. ومن جانب آخر، تسعى البورصات العربية الى تشجيع زيادة الأدوات

¹ تجدر الإشارة الى عدد الأسواق التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ في عام ٢٠٠٢ سبعة أسواق هي: الأردن، مصر، عمان، تونس، المغرب، الامارات، الجزائر. أما بقية الدول العربية فان أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معا الرقابي والتنفيذي.

² يسعى المستثمر المؤسسي الى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية. أما المستثمر الفرد فيهدف الى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة. وحيث أن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، فان ذلك من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في البورصات العربية.

والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل الى أسهم وصناديق الاستثمار. ١

¹ تعد صناديق الاستثمار من أنسب أدوات تعبئة للمدخرات وتميبتها في البورصات العربية، باعتبارها آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد، وتتيح للمستثمرين العرب والأجانب سواء المقيمين بالداخل أو بالخارج استثمار أموالهم دون الحاجة الى التواجد بالمنطقة. وتعرف صناديق الاستثمار ، بأنها أوعية مالية تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها وإدارتها بالنيابة عنهم في سلة أو محفظة من الأوراق المالية المختلفة ، من خلال إدارة فنية متخصصة ، بهدف زيادة عوائد الاستثمار ، مع الحفاظ على رأس المال.

وصناديق الاستثمار - بهذا المعنى - تمثل أداة هامة لإيجاد فئة جديدة من المدخرين والمستثمرين ، وزيادة الوعي الاستثماري من خلال قيامها بتجميع المدخرات من الأفراد واستثمارها بالنيابة عنهم ، كما أنها تعتبر بمثابة أداة ادخار واستثمار في آن واحد ، فالمشترى لوثائق الاستثمار التي تصدرها هذه الصناديق ، إنما يدخر أمواله من ناحية ، ومن ناحية أخرى يستثمرها في شراء محافظ أوراق مالية يصعب عليه تكوينها بمفرده.

وهناك عدة أنواع لصناديق الاستثمار ، ولكنها مهما تعددت فهي تندرج تحت نوعين أساسيين ، هما : -

١- صناديق الاستثمار المفتوحة : Opened Ended Funds

وهي صناديق مفتوحة لدخول وخروج المستثمرين ، وتتميز بتقديم عروض مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع وإعادة الشراء وإعادة البيع لعملائها، كما أن عدد أسهم محافظها غير ثابت وغير محدد ، ويتغير نتيجة عمليات البيع والشراء.

٢- صناديق الاستثمار المغلقة : Closed - Ended Funds

وهي صناديق تقتصر على فئة محددة أو مختارة من المستثمرين ، لها هدف محدد وعمر محدد (أى يتم الاحتفاظ بالصكوك لفترة محددة) ، ثم يصفى بعدها الصندوق وتوزع عوائده على المستثمرين. وتحقق صناديق الاستثمار مزايا عديدة سواء على مستوى الاقتصاد القومي أو على المستوى الفردي ، فعلى المستوى القومي تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية وتعبئة الموارد المالية وتوسيع قاعدة الملكية وامتصاص فائض السيولة لدى البنوك وعلى المستوى الفردي تتيح صناديق الاستثمار للأفراد التنوع في تشكيلة محافظهم المالية وتوزيع المخاطر على عدد كبير من الأفراد وإدارة مدخرات الأفراد بخبرة وكفاءة.

لمزيد من التفاصيل حول صناديق الاستثمار وأنواعها ومزاياها راجع:-

- منال محمد محمد متولى ، المدخرات في الاقتصاد المصري ، رسالة دكتوراة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٥ ، ص ص ١٣٨-١٣٩ .

- يسرى جرجس بسطا ، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر" ، رسالة دكتوراه ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٧ ، ص ص ٢١٧-٢١٩ .

٤. تعديل الأنظمة الضريبية: توجه العديد من الدول العربية نحو إدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى، وعملت هذه الدول على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.١
٥. تطوير أنظمة كل من التداول والمقاصة والتسوية: اتجهت معظم الدول العربية نحو استخدام التقنيات الحديثة وتحديث أنظمة التداول لديها من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كما تم أيضا إدخال خدمة التداول عن بعد في بعض الأسواق المالية العربية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من اتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة الى وجود مندوبين عنها في السوق. أما بالنسبة لأنظمة التسوية والحفظ المركزي فقد أنشأ العديد من الدول العربية مراكز ايداع وحفظ مركزي تتميز بالكفاءة وتعمل في البعض الآخر منها بصورة مستقلة عن البورصة، وتقوم بمزاولة تسجيل ونقل الملكية بين الوسطاء الماليين.٢

- حسين عبد المطلب الأسرج، "دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٢٠٠٢، ص ص ٥٩-٦٠.
- لبنى أبو العلا، "صناديق الاستثمار في مصر كأداة ادخار واستثمار"، مجلة المال والتجارة، الأعداد (٣١٢)، (٣١٣)، (٣١٤)، ابريل، مايو، يونيو ١٩٩٥
- نشأت عبد العزيز معوض، "بورصات الأوراق المالية ز صناديق الاستثمار"، الجزء الثاني، كتاب الأهرام الإقتصادي، العدد ٧٦، يونيو ١٩٩٤.

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

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

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

¹ تجدر الإشارة الى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تمتلك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة ١٠%. بالإضافة الى تعديل الأنظمة الضريبية المرتبطة بها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على ادراج أسهمها في السوق.

2 اتجه العديد من الأسواق العربية الى تطبيق المعايير الدولية في هذا المجال. فبالنسبة للأسواق التي تمتلك أنظمة تداول إلكترونية ومراكز للإيداع والتحويل يتم نقل ملكية الأسهم من حساب البائع الى حساب المشتري إلكترونيا فور اتمام الصفقة في اليوم نفسه، وتتم عملية التسوية المالية بين السوق والوسطاء المعتمدين عن طريق بنك التسوية في اليوم التالي لتاريخ اتمام الصفقة (T+1). أما فيما يتعلق بباقي

ثالثاً: انتشار برامج الخصخصة فى الدول العربية: تشير تجارب الدول النامية فى هذا الشأن إلى وجود علاقات متبادلة بين الخصخصة وأسواق الأوراق المالية، بحيث يعزز كل من هذين النشاطين الآخر من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية النهائية. فوجود سوق نشط للأوراق المالية يستند على القواعد التشريعية الضرورية وتتوافر لديه الخدمات المالية المتطورة يساعد فى تحقيق الأهداف النهائية لبرامج الخصخصة. من جهة أخرى تشكل الخصخصة حافزاً فعالاً لتطوير وإصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال تعزيزها لحجم المعروض من الأسهم وجذبها لاستثمارات الحافظة إلى هذه الأسواق ومن ضمنها استثمارات المغتربين الموجودة حالياً فى أسواق مالية أجنبية. وتقدر حصيلة الخصخصة الإجمالية فى الدول النامية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٠) حوالى ٣٤٢ مليار دولار. بينما بلغت هذه الحصيلة فى الدول العربية نحو ١٧,٥ مليار دولار أمريكي خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠١). ويلاحظ أن هذه الحصيلة ارتفعت بصورة متصاعدة سنة بعد أخرى، حيث ارتفعت من نحو ٢ مليون دولار عام ١٩٩٠ إلى أن وصلت إلى ٢,٥ مليار دولار فى عام ١٩٩٧، ولكنها تراجعت بعد ذلك تدريجياً فى ضوء التباطؤ الذى حدث فى النمو الاقتصادى العالمى إلى أن بلغت حوالى ١,٨ مليار دولار عام ٢٠٠٠، ثم ارتفعت إلى نحو ٣ مليار دولار عام ٢٠٠١¹. وعلى ذلك فبرامج الخصخصة فى الدول العربية تعد من المؤشرات الايجابية بمستقبل التعاون بين أسواق رأس المال العربية، وستشكل أسهم المشروعات المعروضة للاكتتاب العام فى الدول العربية مورداً للبورصات العربية بأعداد متزايدة من الأوراق المالية لسنوات عديدة قادمة.

رابعاً: التطورات المؤسسية والتشريعية لجذب الاستثمار الأجنبي العربية: تم فى معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار، هدفت فى مجملها، إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة والى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق^٢، ويمكن تقسيم

الأسواق فىتم نقل ملكية الأسهم بعد يوم واحد من تاريخ تنفيذ الصفقة (T+1). وتتم عملية التسوية بعد ثلاثة أيام عمل بعد يوم التداول كحد أقصى (T+3).

¹ صندوق النقد العربى، "التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام ٢٠٠٢"، أبو ظبى، سبتمبر ٢٠٠٣، ص ١٥٧، ص ١٦٠.

² تجدر الإشارة الى أنه تم خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٠٢) ادخال نحو ١٦٤١ تعديلاً قانونياً توجه ما يزيد على نسبة ٩٥% منها نحو مزيد من الافتتاح والتحرير وتقديم الحوافز والضمانات مما يعكس تنامى الوعى لدى الدول بتعزيز قدرتها التنافسية ومناخها الاستثمارى. فى حين بلغ فى نهاية عام ٢٠٠٢ عدد الاتفاقيات الثنائية لحماية وتشجيع الاستثمار ٢١٨١ اتفاقية، أما عدد الاتفاقيات الثنائية المبرمة لتجنب الازدواج

الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين ، تضم الأولى منها ، الدول التي لا تفرض أى قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وتشمل مصر والمغرب والجزائر ولبنان . أما المجموعة الثانية ، فتشمل الدول التي تفرض قيودا ، ولكن بنسب متفاوتة على الاستثمار الأجنبي ، وهى تونس ودول مجلس الخليج العربى ١. وقد شهد تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول العربية تطورا ملحوظا خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٠١) حيث ارتفع إجماليها من ٠,٢٥ مليار دولار عام ١٩٩٥ إلى ٦,٠٣ مليار دولار عام ٢٠٠١ ، وقد بلغ ذروته عام ١٩٩٨ ليصل إلى ٨,٤٦ مليار دولار. ويلاحظ أن أعلى نسبة للاستثمار الأجنبي المباشر فى الدول العربية من اجمالى الاستثمار الأجنبي المباشر فى العالم بلغت نحو ١,٥% خلال عام ١٩٩٧ ، وظل يتأرجح حول ١% فى الأعوام ١٩٩٦، ١٩٩٨، ٢٠٠١. كما بلغ متوسط هذه النسبة خلال الفترة حوالى ٠,٦٥% . كما بلغ متوسط نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلى الإجمالى فى الدول العربية خلال نفس الفترة حوالى ٠,٧% ٢. وقد بلغ اجمالى تدفقا الاستثمار الأجنبي المباشر الى الدول العربية حوالى ٨,٦١ مليار دولار عام ٣.٢٠٠٣

خامسا:تحسن وضع الدول العربية فى المؤشرات العربية:يلاحظ أن أغلبية الدول العربية تلقت تصنيفا ايجابيا فى عدد من المؤشرات التى تصدرها مؤسسات دولية مختلفة وتعكس بيئة الاستثمار الملائمة ، وذلك فيما يخص المؤشرات الكلية ، كما أن أغلبها يميل إلى التحسن ويبدى اهتماما بالدخول فى هذه المؤشرات . أما المؤشرات المحددة التى تشمل جوانب متخصصة كالشفافية والمعلوماتية فانها تقتصر على قلة من الدول العربية ولم تحرز تصنيفا ايجابيا فى أغلب الأحيان.4

الضريبي فقد بلغ ٢٢٥٦ اتفاقية خلال الفترة ذاتها.راجع : المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام ٢٠٠٣"،مرجع سابق، ص ١٦ .

¹ صندوق النقد العربى،"مساهمة صندوق النقد العربى فى تطوير الأسواق المالية العربية"،مرجع سابق، ص ١٧ ،

² المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام ٢٠٠٢"،مرجع سابق، ص ٤٧ ،

³ راجع:حسين عبد المطلب الأسرج،وضع الدول العربية فى تدفقات الاستثمار العالمية،مجلة المستقبل العربى،العدد ٣١٣،السنة ٢٧ ، مركز دراسات الوحدة العربية،بيروت، لبنان،مارس ٢٠٠٥، ص ٢٢٧

⁴ لمزيد من التفاصيل ،راجع : المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام ٢٠٠٢"،مرجع سابق،ص ص ٩٥-١٦٧

سادسا:اتخاذ الاتحاد العربي للبورصات قرارا بإنشاء أول شركه مقاصه عربيه برأسمال ١٠ ملايين دولار مقسمه علي الدول الأعضاء مقرها في بيروت وتختص هذه الشركة بتسوية التعاملات بين البورصات من ناحية وبين البورصات العالمية من ناحية أخرى.كما تهدف هذه الشركة الي تشجيع انتقال رؤوس الأموال العربية بين البورصات العربية بلا قيود وضمان تسويه حقوق المتعاملين فيها ويعتبر إنشاء هذه الشركة بمثابة نقله نوعيه علي صعيد العمل المشترك في مجال توحيد البورصات

سابعا:الاتفاق بين الدول العربية علي إنشاء شبكه معلومات لأسواق المال عبر شبكه الانترنت ، لأن تجربه الربط بين البورصات كشفت النقاب عن أن ضعف حجم التعاملات المتبادله يعود الي ضعف المعلومات المتوافرة للمستثمرين عن البورصات في الدول العربية . ويتم من خلال هذه الشبكة توحيد قاعدة المعلومات والبيانات وسرعة نقل المعلومات ليوفر للمتعاملين في الأوراق المالية في مختلف الدول العربية إمكانية متابعه التعاملات في أي بورصة عربيه في التوقيت نفسه وقد بدأت هذه الشبكة عملها في نوفمبر ٢٠٠١.وتوفر هذه الشبكة المعلومات الحية للمستثمرين والمهتمين بالأسواق المالية العربية مثل أسعار التداول والمعلومات الخاصة بالأسواق المالية العربية والشركات المدرجة بها بالاضافه الي الأخبار والتقارير الاقتصادية المختلفة.

ثامنا: بدء خطوات تأسيس البورصة العربية الموحدة: قرر مجلس اداره اتحاد البورصات وأسواق المال العربية في دورته الثانية والعشرين الموافقة من حيث المبدأ علي إنشاء البورصة العربية الموحدة ككيان مالي إقليمي بين الأسواق المالية العربية وتكليف الأمانة العامة للاتحاد بتحديد إطارها القانوني وتكليف الأمين العام بتشكيل لجنة لبحث النواحي الفنية للمشروع والمعايير والآليات التي يتم علي أساسها اختيار الشركات التي ستدرج في الكيان المالي المقترح 1.

1 بدأت الدول العربية الخطوات العملية نحو إنشاء سوق موحده للأوراق المالية في الوطن العربي، وكانت أولي هذه الخطوات إنشاء اتحاد للبورصات العربية في عام ١٩٨٢ في إطار جامعه الدول العربية وكان يضم أربع بورصات فقط في بدايته هي لبنان وعمان وتونس والمغرب وأصبح يضم حاليا معظم الدول العربية؛ويركز الاتحاد في عمله علي توسيع قاعدة العضوية وتشجيع اقامه بورصات جديدة ونشر الوعي بعمل البورصات بين المواطنين وتشجيع تبادل المعلومات والبيانات الخاصة بنشاط البورصات. وكانت الخطوة الثانية علي هذا الطريق هي عمليه الربط بين البورصات العربية التي مرت بمرحلتين : الأولى والتي امتدت منذ ١٩٨٧ وحتى ١٩٩٢ وركزت علي تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات بين البورصات

الفصل الثالث

تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠٠٤)

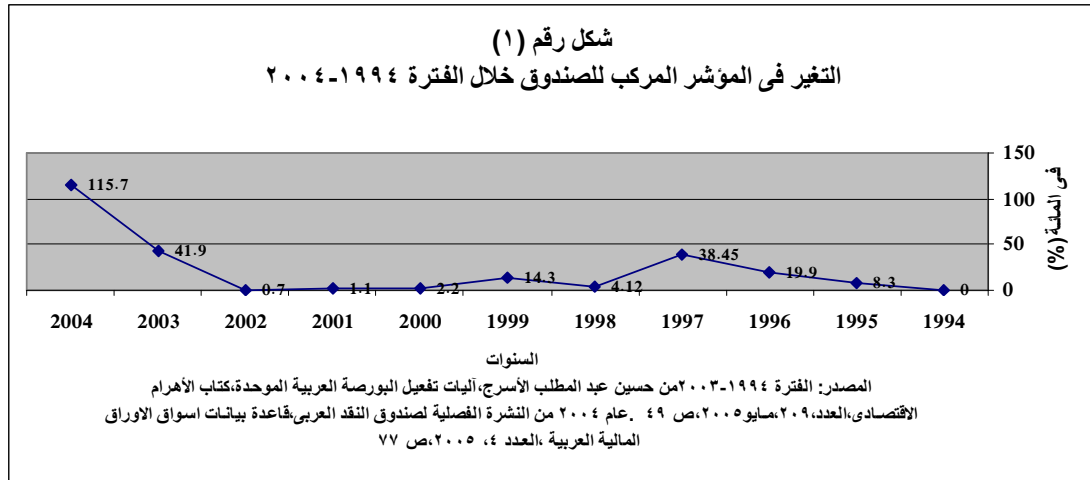
وتؤكد البيانات المتاحة حدوث نشاط ملحوظ في أداء البورصات العربية مجتمعة- والتي يرصد تطوراتها صندوق النقد العربي ١- خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٤ وفيما يلي عرض لأهم مؤشرات أداء البورصات العربية خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٤.

١- المؤشر المركب للصندوق: يوضح الشكل رقم (١) النمو المستمر في أداء البورصات العربية خلال الفترة ٩٤-١٩٩٧، حيث ارتفع المؤشر المركب بنحو ٣٨,٥ نقطة خلال عام ١٩٩٧ مقارنة بما كان عليه عام ١٩٩٤ -وهي سنة الأساس للمؤشر- الا أنه يلاحظ انخفاض ذلك المؤشر بصورة ملحوظة خلال عام ١٩٩٨ ليصل الى ١٠٤,١ نقطة بمعدل انخفاض بلغ ٣٣% مقارنة بالعام السابق. ويمكن ارجاع ذلك بصفة أساسية الى تباطؤ نمو اقتصاديات الدول العربية وخاصة الدول النفطية التي تعتمد بشكل كبير على إيرادات النفط، وأيضا الى الانخفاض في التدفقات المالية الى الدول العربية في ظل الأزمة المالية العالمية وانهيار النور

الأعضاء في عملية الربط ولكن هذه المرحلة كشفت عن بعض المعوقات أهمها اختلاف شروط القيد للشركات وتباين القوانين المنظمة لعمليات التداول. والمرحلة الثانية تبنت آلية جديدة للربط بين البورصات من خلال توقيع اتفاقيات ثنائية أو ثلاثية أو متعددة الأطراف وفي هذا السياق جاء التوقيع على اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال المصرية في ابريل ١٩٩٦ والتي انضمت إليها بورصة بيروت في مرحله تاليه لتصبح اتفاقيه ثلاثية تشرف على تنفيذها لجنة فنيه ثلاثية وبمشاركه ممثل عن اتحاد البورصات وتم دعم هذا الاتفاق بتوقيع اتفاق للتعاون بين الوسطاء في بورصات الدول الثلاث في يناير ١٩٩٧ ولكن الملاحظ أن الدول الأخرى لم تنضم الي هذا الاتفاق الثلاثي كما كان متوقعا وفضلت الدخول في اتفاقيات ثنائية فوقعت كل من البحرين والكويت والبحرين وعمان وعمان والكويت اتفاقيات ثنائية للربط بينها وهو ما يعني عدم التعلية على الاتفاق الثلاثي والذي كان ينظر إليه باعتباره نواه لقيام بورصة موحدة. ومع شهر سبتمبر عام ٢٠٠٤، تم الاتفاق بين الدول العربية- تنفيذًا لقرار مجلس اداره اتحاد البورصات وأسواق المال العربية في دورته الثانية والعشرين- على تشغيل البورصة العربية الموحدة وأخذت من القرية الذكية بمصر مقرا لها نظرا لتوافر البنية التحتية المؤهلة لاستيعاب هذه البورصة، وتم الاتفاق أيضا على معايير مهمة ودقيقة وضعتها اللجنة الفنية المعنية لإدراج الشركات بهذه البورصة؛ منها رأس المال وربحية الشركات في الخمس السنوات الأخيرة ودوران الأسهم إلخ...، وقد تم اختيار شركة مصر للمقاصة للقيام بدور المقاصة ومركز الإيداع للبورصة العربية. وبنك HSBC كبنك مقاصة إذ أن له فروع في معظم البلدان العربية حيث يتم تسوية المعاملات المالية بين المتعاملين العرب في البورصة العربية في التوقيعات المحددة لها.

¹ راجع المرفق الملحق بنهاية البحث.

الأسبوية، الأمر الذي حدا بكثير من المستثمرين العالميين الى عدم التفرقة بين الأسهم فى الأسواق الناشئة،بالإضافة الى نقص السيولة فى الأسواق الثانوية نتيجة ارتفاع عدد الاصدارات الأولية فى معظم الأسواق ١.



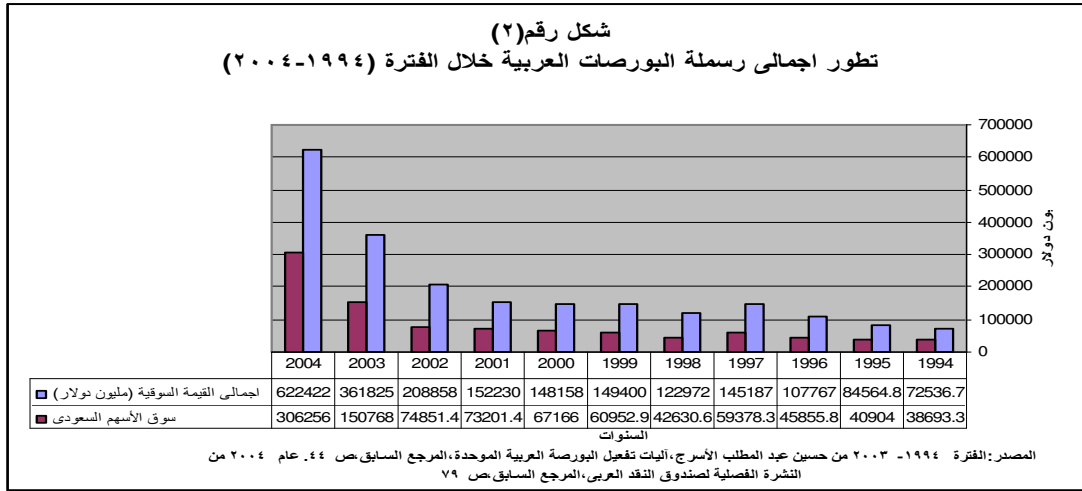
ويلاحظ من الشكل أيضا التحسن الهائل فى أداء البورصات العربية خلال عامى ٢٠٠٣ ، ٢٠٠٤ ، حيث ارتفاع المؤشر بنسبة ٤١% ، ٥٢% ليصل الى ١٤١,٩ نقطة ، ٢١٥,٧ نقطة على الترتيب . وتعد هذه المستويات من أعلى المستويات التى بلغها المؤشر منذ بدء احتسابه عام ١٩٩٤. ويرجع ذلك بشكل أساسى الى ارتفاع أسعار النفط ووصولها الى مستويات قياسية ، وأيضاً الى النتائج الايجابية التى حققتها غالبية الشركات المساهمة العامة المدرجة فى الأسواق العربية، الأمر الذى أدى الى زيادة الطلب على أسهمها وزيادة إقبال المستثمرين عليها، بالإضافة الى بقاء أسعار الفائدة منخفضة فى السوق ٢.

٢- رسملة البورصة: يتضح من الشكل رقم (٢) التصاعد المستمر لرسملة البورصات العربية مجتمعة حيث ارتفعت من نحو ٧٢,٥ مليار دولار عام ١٩٩٤ الى حوالى ٣٦١,٨ مليار دولار عام ٢٠٠٣ ثم الى ٦٢٢,٤ مليار دولار عام ٢٠٠٤ بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ حوالى ٢٤% خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠٠٤)، وبنسبة نمو بلغت ٧٢% خلال عام ٢٠٠٤ مقارنة بالعام السابق. ويلاحظ ان الأهمية النسبية لسوق الأسهم السعودى فى رسملة البورصات العربية قد انخفضت من ٥٣% عام ١٩٩٤ الى نحو ٤٥,٣% عام ٢٠٠٠ ثم الى ٤٣,٥% عام ٢٠٠٣، ولكنها ارتفعت الى ٤٩,٢% فى نهاية عام ٢٠٠٤. كما انخفضت أيضا الأهمية النسبية لسوق الكويت للأوراق المالية من ١٥% عام ١٩٩٤ الى ١٣,٤% عام ٢٠٠٠

١ النشرة الفصلية لصندوق النقد العربى، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية، العدد ٤ ، ١٩٩٨، ص ٧

٢ النشرة الفصلية لصندوق النقد العربى، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية، العدد ٤ ، ٢٠٠٤، ص ٧

الا أنها ارتفعت في عام ٢٠٠٣ لتصل الى ١٦,٥% ولكنها انخفضت الى ١١,٨% عام ٢٠٠٤. ويلاحظ ان الأهمية النسبية للسوق المصري للأوراق المالية قد قفزت من نحو ٥,٩% عام ١٩٩٤ الى حوالي ٢٠,٨% عام ٢٠٠٠، الا أنها أخذت في التراجع في السنوات التالية لتصل الى ٧,٧% عام ٢٠٠٣ ثم الى ٦,١% عام ٢٠٠٤. وجدير بالذكر أن سوق أبوظبي للأوراق المالية شكل ما نسبته ٨,٤% ، ٨,٩% من الاجمالي خلال عامي ٢٠٠٣ ، ٢٠٠٤ ، على الترتيب.



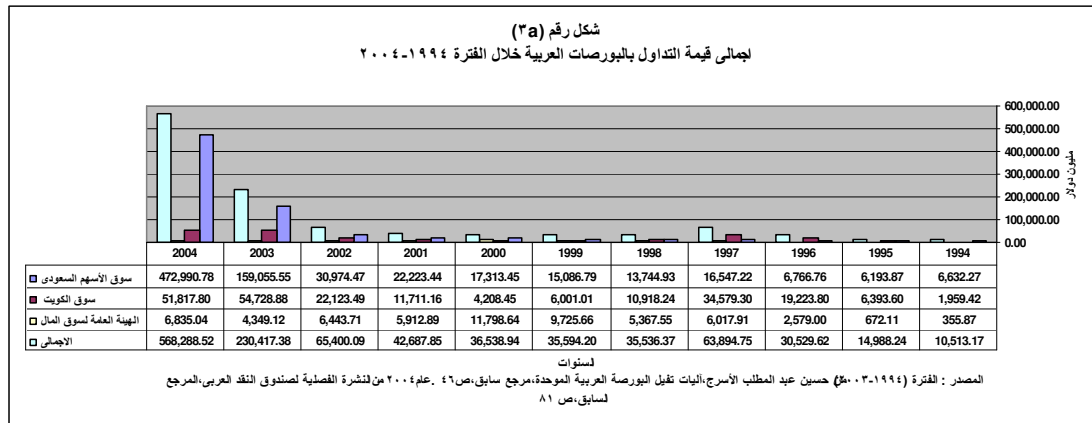
وتجدر الاشارة الى ان اجمالي رسملة البورصات العربية قد ارتفعت بصورة ملحوظة في الأعوام الأخيرة ، ويعزى هذا التحسن بشكل أساسي إلى عدة عوامل من أهمها:-

- دخول أسواق كل من الإمارات وقطر في عام ٢٠٠٢ ، أسواق السودان والجزائر في الربع الأول من عام ٢٠٠٣ لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي.
- ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة بشكل كبير وخاصة في السعودية والكويت وقطر ومصر نتيجة لزيادة أرباحها، وتوقعات المستثمرين بمواصلة نتائجها الجيد ، وحصول البعض منها على عقود لعمليات اعادة الاعمار في العراق واحتمال حصول الشركات الكويتية على تعويضات من العراق.
- ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بعض السواق المالية العربية وكبر حجم الشركات التي أدرجت في هذه الأسواق وخاصة في السوق السعودي والذي يمثل ٥٠% من اجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعدة البيانات كما في نهاية عام ٢٠٠٤.

¹ على سبيل المثال تم ادراج شركة الاتصالات السعودية والتي تشكل قيمتها السوقية ما نسبته ٢١,٥% من القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي، كذلك تم ادراج شركات الاتصالات في كل من الأردن وقطر

وقد أدى ارتفاع القيمة السوقية في العديد من أسواق الأوراق المالية العربية الى ارتفاع حجم هذه الأسواق نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي للدول المعنية، حيث يلاحظ زيادة هذه النسبة بين عامي ٢٠٠٢ ، ٢٠٠٣ في معظم الدول العربية باستثناء تونس وثباتها في لبنان في حدود ٨%. فقد ارتفعت هذه النسبة في سوق الكويت من ٩٨,٦% في عام ٢٠٠٢ الى ١٤٥,٤% عام ٢٠٠٣ ، وفي قطر من ٥٩,١٥ الى ١٣٧,٢%. وفي البحرين من ٩١,٧% الى ١١١,٦% ، وفي مصر من ٣٣,٣% الى ٣٩,٣% ، وفي سلطنة عمان من ٢٥,٩% الى ٣٣,٦% ، وفي المغرب من ٢٣,٧% الى ٢٩,٥%. أما بالنسبة الى الامارات فتمثل القيمة السوقية لسوق أبوظبي للاوراق المالية ما نسبته ٣٧,٨% من اجمالي الناتج المحلي الاجمالي للدولة، بينما تمثل القيمة السوقية لسوق دبي المالي ما نسبته ١٧,٨% من اجمالي الناتج، ودمج القيمة السوقية لهذين السوقين مع بعضهما البعض فانها تمثل ما نسبته ٥٥,٧% من الناتج المحلي الاجمالي للدولة. أما في السودان فان القيمة السوقية لسوق الخرطوم تمثل ما نسبته ٣٨% ، ولا تتجاوز القيمة السوقية لبورصة الجزائر ما نسبته ربع في المائة من الناتج المحلي الاجمالي للدولة وذلك بسبب الادراج المحدود في هذا السوق والمتمثل في ٣ شركات فقط ١.

٣- اجمالي حجم التداول: يتضح من الشكل رقم (٣a) الاتجاه التصاعدي لاجمالي حجم التداول في البورصات العربية مجتمعة حيث ارتفع من نحو ١٠,٥ مليار دولار عام ١٩٩٤ الى حوالي ٥٦٨,٣ مليار دولار عام ٢٠٠٤ بمتوسط معدل نمو سنوي بلغ حوالي ٤٥,١% خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠٠٤).

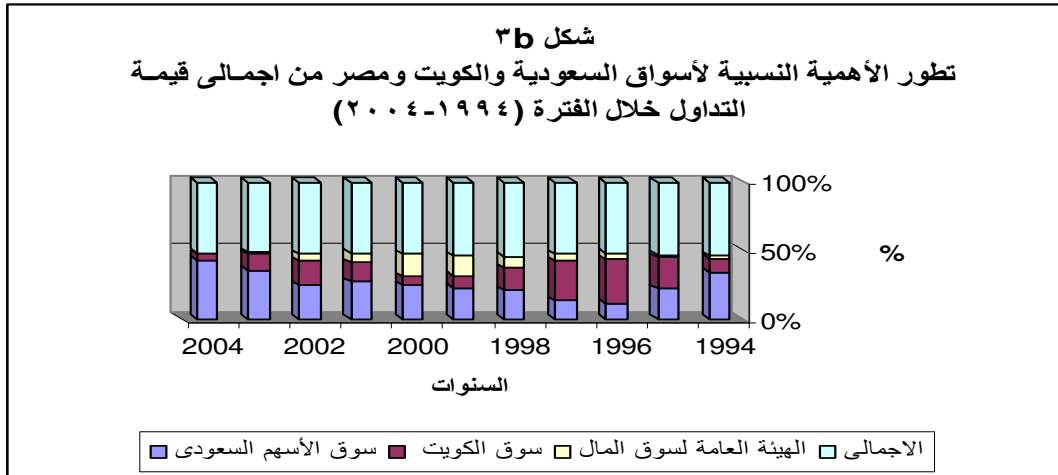


والامارات وغيرها من الشركات ذات الحجم الكبير نسبيا. راجع الفصل السابع من التقرير الاقتصادي العربي

الموحد لعام ٢٠٠٤ ص ١٩. متاح في www.amf.org.ae

1 المرجع السابق

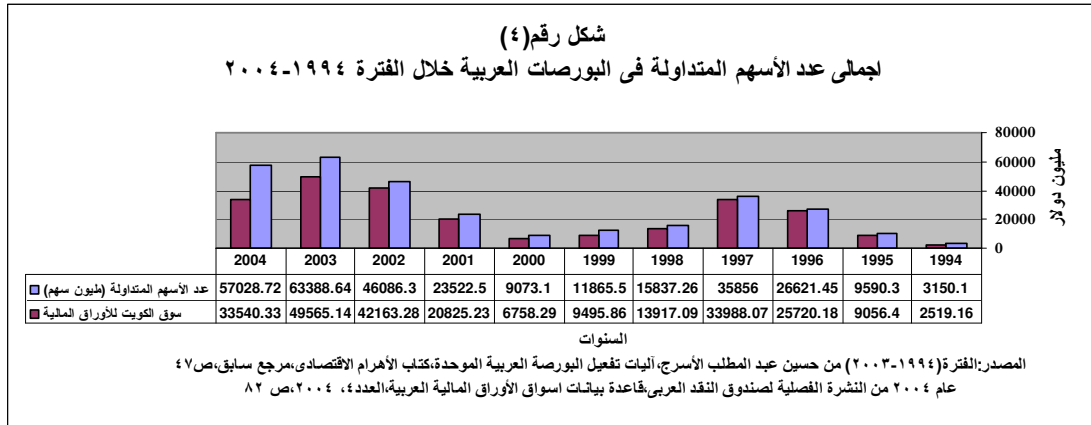
ويلاحظ من الشكل (3b) ان الأهمية النسبية لسوق الأسهم السعودي في اجمالي قيمة التداول قد انخفضت من ٦٣,١% عام ١٩٩٤ الى نحو ٤٧,٤% عام ٢٠٠٠ ثم ارتفعت بصورة ملحوظة الى ٨٣,٣% عام ٢٠٠٤. وعلى العكس من ذلك ارتفعت الأهمية النسبية لسوق الكويت للأوراق المالية من ١٨,٦% عام ١٩٩٤ الى ٦٣% عام ١٩٩٦ الا أنها اخذت اتجاهها تنازليا في السنوات التالية لتصل الى ١١,٥% عام ٢٠٠٠ ثم الى ٩,١% عام ٢٠٠٤. ويلاحظ ان الأهمية النسبية للسوق المصري للأوراق المالية قد قفزت من نحو ٣,٤% عام ١٩٩٤ الى حوالي ٣٢% عام ٢٠٠٠، الا أنها أخذت في التراجع في السنوات التالية لتصل الى ١,٢% عام ٢٠٠٤. ويمكن إرجاع الارتفاع الهائل في اجمالي حجم التداول خلال عامي ٢٠٠٣، ٢٠٠٤، والبالغ ٢٥٢%، ١٤٦,٦% على الترتيب، الى الارتفاع الذي سجلته قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي والتي ارتفعت بنحو ٤١٤,٥%، ٦٩٧,٤% على الترتيب خلال نفس الفترة. وقد مثل ذلك السوق نحو ٦٩%، ٨٣,٣% من اجمالي احجام التداول خلال عامي ٢٠٠٣، ٢٠٠٤ على الترتيب.



ويلاحظ انخفاض حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي في معظم الأسواق العربية باستثناء الكويت، حيث بلغت هذه النسبة ١٣١% عام ٢٠٠٣. في حين بلغت هذه النسبة حوالي ٧٥%، ٧١%، ١٦% في أسواق كل من السعودية ومصر وقطر على الترتيب خلال عام ٢٠٠٣.

1 قام الباحث بعمل هذه الحسابات استنادا الى بيانات صندوق النقد العربي.

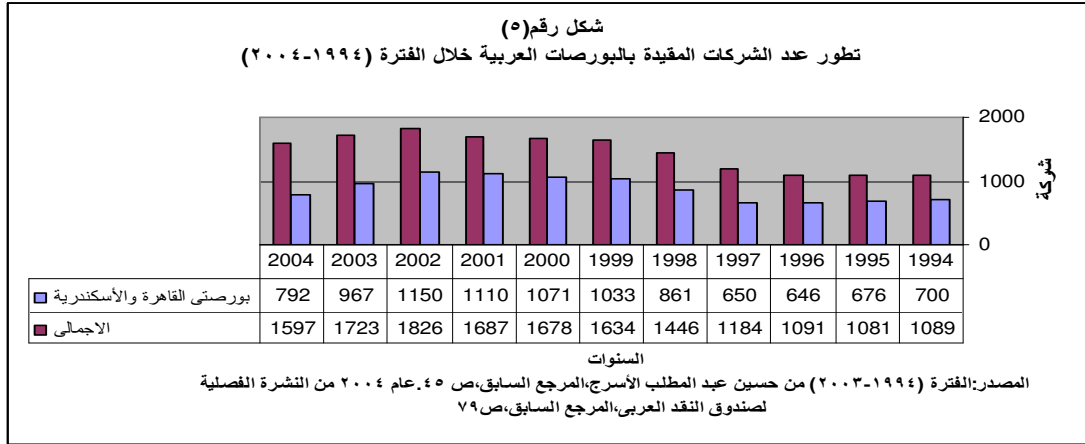
٤- اجمالي عدد الأسهم المتداولة: يتضح من الشكل رقم (٤) الاتجاه التصاعدي لاجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠٠٤) حيث ارتفعت من حوالي ٣,٢ مليار سهم في عام ١٩٩٤ الى حوالي ٥٧ مليار سهم في عام ٢٠٠٤ بمتوسط معدل نمو بلغ ٣٣,٣% خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠٠٤). ويلاحظ أن الأهمية النسبية لسوق الكويت للأوراق المالية في اجمالي عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية قد تزايدت من نحو ٧٩,٩% في عام ١٩٩٤ الى نحو ٩١,٥% عام ٢٠٠٢ ثم انخفضت بصورة ملحوظة لتصل الى ٥٨,٨% في عام ٢٠٠٤.



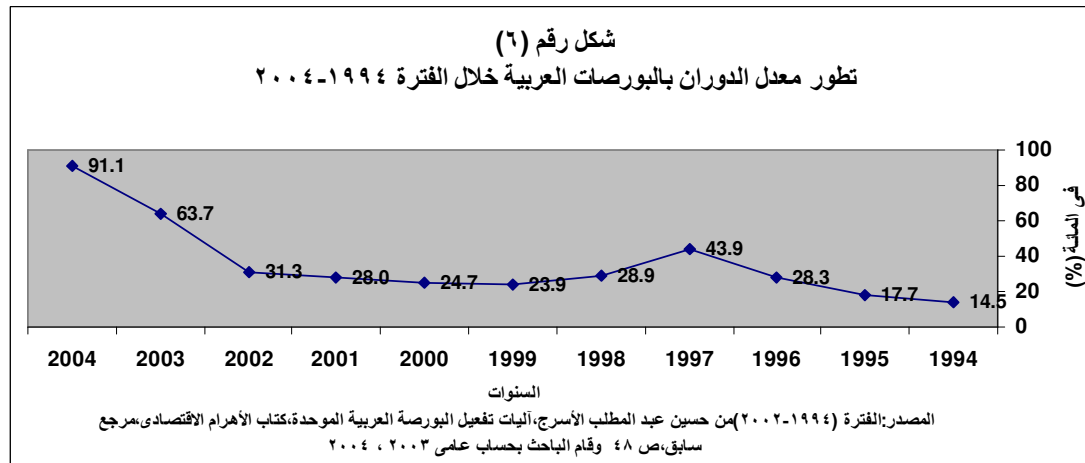
كما تزايدت ايضا الأهمية النسبية للسوق السعودي للأوراق المالية في اجمالي عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية قد تزايدت من نحو ٤,٨% في عام ١٩٩٤ الى نحو ١٨,١% في عام ٢٠٠٤. وتزايدت الأهمية النسبية للسوق المصري للأوراق المالية في اجمالي عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية من نحو ٠,٩% الى نحو ٤,٢% خلال نفس الفترة. وقد احتل سوق دبي نحو ٨,٩% من اجمالي عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية عام ٢٠٠٤. كما احتل سوق الخرطوم نحو ٦,٨% ، ٣,٥% من الاجمالي عامي ٢٠٠٣ ، ٢٠٠٤ على الترتيب.

٥- اجمالي عدد الشركات: يتضح من الشكل رقم (٥) الاتجاه التصاعدي لاجمالي عدد الشركات المقيدة بأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠٠٤) حيث ارتفع من ١٠٨٩ شركة في عام ١٩٩٤ الى ١٨٢٦ شركة في عام ٢٠٠٢ ثم انخفض بمقدار ١٠٣ شركة في عام ٢٠٠٣ ليصل الى ١٧٢٣ شركة وواصل انخفاضه عام ٢٠٠٤ ليصل الى ١٥٩٧ شركة وذلك كمحصلة لاضافة وشطب عدد من الشركات في هذه الأسواق وخاصة السوق المصري والذي يشكل ٥٠% تقريبا من اجمالي عدد الشركات المدرجة في اسواق

الأوراق المالية العربية، حيث انخفض عدد الشركات المدرجة به الى ٧٩٢ شركة عام ٢٠٠٤ مقابل ٩٦٧ شركة عام ٢٠٠٣.



٦- معدل دوران الأسهم (%): عبارة عن قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسوما على القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها فى نهاية الفترة، ويظهر الشكل رقم (٦) أن معدل دوران الأسهم فى البورصات العربية قد سجل ارتفاعا كبيرا فى نهاية عام ٢٠٠٤ ليصل الى ٩١,١% مقارنة بنحو ١٤,٥% عام ١٩٩٤ وذلك كمحصلة رئيسية لارتفاع كل من رسملة البورصات العربية وقيم الأسهم المتداولة بها. وهى أعلى نسبة له خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٤.



الفصل الرابع

خصائص اسواق الأوراق المالية العربية

يتضح من التحليل السابق لأداء البورصات العربية انه على الرغم من اختلاف ظروف نشأة البورصات العربية ورغم التطورات العديدة التي شهدتها وتطور البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها ومدى انفتاحها على بعضها البعض وعلى الأسواق الخارجية فإن لهذه البورصات خصائص مشتركة ويمكن حصرها فيما يلي:- ١

أولاً: ضآلة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية: ويقاس من خلال مؤشرين:-
١- تطور عدد الشركات المسجلة بالبورصة: ويلاحظ من الجدول رقم (٢) أن البورصات العربية تتميز بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء فقد تراوح عدد الشركات في الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربي ما بين ٣-١٩٢ شركة خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٤ وذلك باستثناء مصر والتي شكلت ما بين ٣,٦% الى ٤٩,٦% من اجمالي الشركات المسجلة بالقاعدة خلال نفس الفترة. وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي للبورصات العربية، حيث وكما هو مبين بالجدول رقم (٣) بلغ عدد الشركات المدرجة للتداول في الهند ٥٦٤٤ شركة في عام ٢٠٠٣ بلغ اجمالي قيمتها السوقية حوالي ٢٧٩ مليار دولار، كما بلغ عدد الشركات المقيدة في الولايات المتحدة الأمريكية ٥٦٨٥ شركة قيمتها السوقية نحو ١١,١ تريليون دولار، وأيضاً بلغ عدد الشركات المقيدة في اليابان

¹ لمزيد من التفاصيل حول خصائص الأسواق العربية بصفة عامة راجع :-

- Shachmurove, Y, "An Introduction to the Special Issues on Financial Markets of the Middle East" International Journal of Business, 9(3), 2004, pp214-220

- -----, "Financial Markets of The Middle East and North Africa: The Past and Present", PIER Working Paper 03-017.

<http://www.ssrn.com/abstract=419780>

- Gamo, P.A, A. Fedelio and S.P. Horvitz, "Globalization and Growth Prospects in Arab Countries", IMF Working Paper, WP/97/125, PP29-41

ولمزيد من التفاصيل حول أهم العقبات التي تواجه البورصات العربية راجع:-

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام ٢٠٠٠، الإمارات العربية

المتحدة، ٢٠٠١، ص ١٧٢-١٧٦

- سليمان المنذرى، "البورصات العربية.. وهن في مرحلة الشباب" موجود

ب www.islamonline.net/Arabic/economics/2001/05/articale5.shtml

٣٠٥٨ شركة قيمتها السوقية نحو ٢,١٣ تريليون دولار، كما بلغ عدد الشركات المدرجة في أسواق كل من هونج كونج، ماليزيا نحو ٩٦٨ شركة، ٨٩٧ شركة بلغ رأسمالها السوقى حوالى ٤٦٣ مليار دولار، ١٦٨,٤ مليار دولار على الترتيب فى عام ٢٠٠٣.

ويمكن ارجاع انخفاض عدد الشركات المدرجة بالبورصات العربية الى سيادة نمط الشركات العائلية والمغلقة -بلغت نسبة هذه الشركات نحو ٨٢,٥% فى السوق المصرى فى عام ١٢٠٠٢ والذى شكل ما يزيد عن نصف الشركات المسجلة بقاعدة الصندوق فى نفس العام- حيث أدت التنمية السريعة للاقتصادات العربية المرتبطة باكتشاف واستغلال الموارد النفطية فى القرن الماضى الى ظهور عدد كبير من الشركات العائلية الناجحة، وتعتمد هذه الشركات فى المقام الأول على مواردها الذاتية وتتحاشى اللجوء لأسواق الأسهم والادراج العام فى البورصة مما يحد من امكانيات نموها وزيادة قدرتها التنافسية الدولية. ولهذا فان تحويل الشركات العائلية الى شركات عامة يعد تحديا رئيسيا للبورصات العربية ٢.

٢- معدل القيمة السوقية: وهو يعادل نسبة نسبة القيمة السوقية للأسهم المتداولة فى دولة ما الى الناتج المحلى الاجمالي لهذه الدولة. وكما هو موضح بالجدول رقم (٢) فقد ارتفع معدل القيمة السوقية لاجمالي البورصات العربية من ١٩,٦% عام ١٩٩٤ الى نحو ٥٦,٢% عام ٢٠٠٣. وبالنسبة للبورصات فرادى، يلاحظ أن أعلى نسبة لهذا المعدل خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٢ كانت من نصيب دولة الكويت فى عام ٢٠٠٢ حيث بلغت ٩٩,٨%. ولكن خلال عام ٢٠٠٣ فانه يمكن تقسيم البورصات العربية من حيث الحجم النسبى لها الى ثلاث مجموعات، الأوبى تضم الأسواق فى كل من الكويت وقطر والبحرين والأردن ويزيد معدل القيمة السوقية عن ١٠٠%، أما المجموعة الثانية فتتمثل فى السواق التى يزيد معدل القيمة السوقية عن ٥٠% وتضم الأسواق فى السعودية والامارات. أما المجموعة الثالثة فتضم الأسواق فى كل من مصر وسلطنة عمان والمغرب وتونس ولبنان والجزائر والتى يقل فيها معدل القيمة السوقية عن ٥٠%. وجدير بالذكر أن معدل القيمة السوقية للبورصات العربية قد نما بمعدل ١٢,٤% فى المتوسط خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٣ وتراوح ما بين سالب ٦,٢%

1 حسين عبد المطلب الأسرج، "آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار"، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٧٧-٤٧٨، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع والاحصاء، القاهرة، يناير-ابريل ٢٠٠٥، ص ٥٤٠.

2 اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربى آسيا، "استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الاقليمى فى منطقة الاسكوا"، الأمم المتحدة، نيويورك، ٢٠٠٤، ص ص ٤٩-٥٠.

في تونس، ١٣,٧% في الكويت. وتراوح معدل القيمة السوقية للبورصات العربية بين ٨,٢% في مصر، ١٤٢,٦% في الكويت خلال نفس الفترة. راجع الجدول رقم (٢). وعند مقارنة معدل القيمة السوقية في البورصات العربية بعدد من البورصات في الدول المتقدمة أو النامية يلاحظ أن البورصات العربية لا تزال صغيرة، فقد وصل ذلك المعدل نحو ٢٨٦,٧% في هونج كونج، ونحو ٢٠٧,١% في سويسرا، ١٧٧,٥% في جنوب أفريقيا، ١٣٠,٧% في ماليزيا وذلك في عام ٢٠٠٢ كما هو موضح بالجدول رقم (٣)، في حين بلغ ذلك المعدل نحو ٣٥,٦%، ٥٦,٢% في عامي ٢٠٠٢، ٢٠٠٣ على الترتيب. ويؤدي انخفاض الحجم النسبي للبورصات وصغر حجم رأس مالها السوقي إلى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.

ثانياً: تدنى مقدرة أسواق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة: توفر الأسواق المالية ذات السيولة العالية حافزاً للاستثمار في المشروعات طويلة الأجل، حيث يمكن للمستثمرين في هذه المشروعات سحب رؤوس أموالهم إذا ما احتاجوا إليها بسهولة عن طريق بيع أسهمهم قبل اكتمال آجال المشروعات. وتحفز السيولة المرتفعة الاستثمار في المشروعات طويلة الأجل ذات العوائد المرتفعة والمخاطر المرتفعة، الأمر الذي يؤدي في المقابل إلى تنشيط النمو الاقتصادي. ومع تزايد سيولة السوق تزداد رغبة المستثمرين في المشاركة في السوق وتوفير المزيد من التمويل للمشروعات. بمعنى آخر تزداد مشاركة المستثمرين إذا علموا أن بإمكانهم الانسحاب متى ما اقتضت ظروفهم ذلك. ويعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول، وهو عبارة عن حجم الأسهم المتداولة كنسبة من رسملة البورصة وهو يتم نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، ذلك أن معدل دوران يرتبط بحجم السوق ومعدل قيمة التداول إلى حجم الاقتصاد. ويشير معدل الدوران المرتفع إلى انخفاض تكاليف التعاملات. ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف في سيولتها من خلال دراسة تطور معدل دوران الأسهم الذي سجل متوسط نمو يقدر بنحو ٩,٨% خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٤ حيث لرتفع من ١٤,٥% عام ١٩٩٤ إلى نحو ٣٧% عام ٢٠٠٤. ويلاحظ أن معدل الدوران تراوح ما بين ٣,١% لسوق البحرين، ١٧,٩%

¹ على الرغم من النمو الملحوظ في رسملة البورصات العربية كما سبق بيانه فان البورصات العربية مجتمعة لم ترقى إلى رسملة السوق الألماني البالغ نحو ٦٨٦ مليار دولار عام ٢٠٠٣، أو السوق الأسباني أو سوق هونج كونج حيث بلغت رسملة البورصة بهما نحو ٤٦١,٥، ٤٦٣، مليار دولار على الترتيب خلال نفس العام. راجع:- World Bank , World Development Indicators , 2004 , pp 266

لسوق الكويت في عام ١٩٩٤، في حين تراوح ما بين ٠,٢% ليورصة الجزائر ، ٧٤,٤% لسوق الكويت في عام ٢٠٠٤. وعند مقارنة معدل الدوران في البورصات العربية ببعض البورصات في الدول النامية والمتقدمة- كما يتضح من جدول رقم ٣- يلاحظ تدنى ذلك المعدل، حيث بلغ نحو ٢٠٢,٥% ، ١٣٥,٤% في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة على الترتيب في عام ٢٠٠٣. كما بلغ نحو ٢١١,١% ، ١٠٠,٥% في أسبانيا وسويسرا على الترتيب خلال نفس العام. كما بلغ نحو ٤٣,٥% في هونج كونج ، ٣٩,٣% في سنغافورة في عام ٢٠٠٣. بالإضافة الى انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة.

ثالثا: انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية: ويعنى به مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها الى استثمارات مالية ، وتقاس من خلال مقارنة حجم التداول بالنسبة للنتائج المحلى الاجمالي ، ويلاحظ انخفاض حجم التداول الى النتائج المحلى الاجمالي في معظم البورصات العربية خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠٠٤) باستثناء الكويت التي ترتفع فيها نسبة حجم التداول الى النتائج المحلى حيث وصلت الى نحو ١٣١,١% في عام ٢٠٠٣، والسوق السعودي والذي وصلت هذه النسبة فيه حوالى ٧٤,٢% في عام ٢٠٠٣. وكما يتضح من الجدول رقم (٢) فقد تراوحت هذه النسبة ما بين ٠,٧% ليورصة بيروت الى ١٠,١% ليورصة عمان في عام ١٩٩٤، وما بين ٠,٤% لسوق الخرطوم الى ٢٦,٢% ليورصة عمان في عام ٢٠٠٣ وذلك باستثناء سوقى الكويت والسعودية. وعند مقارنة النسبة المسجلة في البورصات العربية بالمسجلة بدول المقارنة الموضحة بالجدول رقم (٣) يلاحظ أنه بالرغم من نمو نسبة قيمة التداول للنتائج المحلى الاجمالي للبورصات العربية مجتمعة بمتوسط ٣٢,٧% خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٤ حيث ارتفعت من نحو ٢,٨% عام ١٩٩٤ الى ٣٥,٨% عام ٢٠٠٣، الا أنها ما تزال منخفضة عند مقارنتها بالنسبة المحققة في أسواق هونج كونج، أسبانيا، سويسرا حيث بلغت نحو ١٣٠,٤% ، ١٥٥,٣% ، ٢٤٥,٦% على الترتيب عام ٢٠٠٢. كما بلغت نحو ٢٤٤,٤% ، ١٧٣,٧% في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة خلال نفس العام.

رابعا: ضعف الفرص المتاحة للتنويع: تؤدي هذه الصفات الرئيسية السابقة الى تقليل الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية؛ وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار؛ سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، ثم

احتلت أسهم المحمول والاتصالات في استحوذ على نسبة عالية من حجم التداول. ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصات العربية أصبحت تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية.

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

الأول: احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

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

سادسا: قصور الأطر التنظيمية والتشريعية: على الرغم من التطور الملحوظ في هذا الجانب، والإجراءات التي اتخذتها الدول العربية في سبيل تحديث القوانين والتشريعات المتعلقة بأسواقها - والسابق الإشارة إلى جزء منها في مقدمة هذا البحث - إلا أنها ما تزال تواجه العديد من أوجه الضعف ولعل أهمها غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره مثل الشركات صانعة السوق والتي تعمل على تقليل حدة تقلبات الأسعار وتخفيض مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق. كما أن العديد من الدول العربية مازالت تفتقر إلى مؤسسات التسوية والمقاصة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها، حيث من شأن هذه المؤسسات العمل على تقليل المخاطر وزيادة سرعة التبادل .

سابعاً: قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولى: تعاني أسواق الدول العربية من تدنى الطلب على الأوراق المالية ولعل ذلك يرجع بصفة أساسية إلى

انخفاض معدلات الدخول النقدية والادخار الفردي في عديد من الدول العربية، بالإضافة الى تدنى الوعي الاستثماري لدى الكثيرين وخاصة في الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول، وكذلك تفضيل البعض حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع في البنوك. ومن جهة أخرى فان أحجام الاصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة والقائمة في الاسواق العربية مازالت تتسم بالضآلة، حيث بلغت نسبتها الى كل من الناتج المحلي جهة والقروض والتسهيلات المصرفية من جهة اخرى نحو ٤%، ١٠% على الترتيب. ولعل محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية، بالإضافة الى رغبتهم في السيطرة على ادارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات والتزامها بقواعد الشفافية والافصاح ومعايير المحاسبة الدولية في كثير من الأسواق العربية من أهم مصادر ضعف السوق الأولى، بالإضافة الى غياب مؤسسات التصنيف وترويج و ضمان الاكتتاب والتي من شأنها أن تزيد من اقبال المستثمرين على الاصدارات الجديدة نظرا لما توفره من مساعدة تمكن من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

الفصل الخامس

تفعيل دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي

تتمتع البلاد العربية بعوامل عديدة تمكنه من تحقيق أهدافه الأساسية والمتمثلة في الوجود في السوق العالمية مع تحقيق أرباح مرتفعة. فالمنطقة العربية تمثل سوقا كبيرا، حيث تشير بيانات التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام ٢٠٠٤ أن مساحة العالم العربي تبلغ نحو ١,٤ مليار هكتار بما يمثل ٢,١٠% من مساحة العالم، يعيش عليها نحو ٣٠٠ مليون نسمة، بما يمثل ٦,٤% من سكان العالم. ويبلغ نصيب الفرد من الناتج المحلي بسعر السوق نحو ٢٤٩٢ دولار أمريكي في السنة. كما أن المنطقة العربية تملك الكثير من الموارد الطبيعية ومصادر الطاقة، اذ تنتج تلك المنطقة نحو ٧,٢٩% من الانتاج العالمي للنفط، ونحو ٩,١٣% من الغاز الطبيعي. وتملك المنطقة حوالي ٣,٥٩% من الاحتياطي العالمي المؤكد من النفط، ونحو ٥,٣٠% من الاحتياطي العالمي من الغاز الطبيعي. وتبلغ الصادرات العربية حوالي ١,٤% من الصادرات العالمية، أما الواردات فتبلغ حوالي ٥,٢% من الواردات العالمية. لذا فان

الحكومات العربية يقع عليها عبء أساسى لتشجيع الاستثمار الأجنبي والاستفادة القصوى من ذلك الاستثمار فى دعم التنمية الاقتصادية^١.

وثمة دعائم أساسية يجب توافرها لتطوير وتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية، ويتمثل أهمها فيما يلى :-

- توسيع الطاقة الاستيعابية للاقتصاد القومى وذلك بتوفير مشاريع إنتاجية وخدمية ذات ربحية مجزية
 - إفساح المجال أمام المبادرات الفردية والقطاع الخاص والمؤسسات وتهيئة المناخ اللازم لتشجيعهم للمشاركة فى النشاط الاستثماري.
 - ضرورة العمل على إيجاد الأطر التشريعية والتنظيمية المرنة والتي تتلاءم مع المستجدات والمتغيرات العالمية والإقليمية وبما يضمن الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين .
 - تنوع أدوات الاستثمار المالى مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم واتجاهاتهم وبما يغرى المدخرين بالتعامل فى السوق المالية ،وبالتالى توسيع الأسواق الثانوية بما يساعد على توفير السيولة بسوق المال باستمرار .
 - تطوير وتحديث البنية الأساسية والعمل على استخدام التطورات الحديثة فى مجال الاتصالات وخاصة شبكة الانترنت والعمل على تحديث المكاتب المتخصصة فى مجال السمسة والمحاسبة والمراجعة والقانون بالإضافة الى استخدام المعايير الدولية الحديثة فيما يختص بحوكمة الشركات لضمان حقوق المساهمين .
- ويمكن بلورة عدد من المقترحات لتفعيل دور البورصات العربية فى دعم التكامل المالى العربى كما يلى:-

أولاً:الاستمرار فى تحسين مناخ الاستثمار فى الدول العربية
تتأثر سوق الأوراق المالية بشكل أساسى بمجمل الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والسياسية السائدة فى الاقتصاد ،حيث تمثل هذه الأوضاع ما يسمى بمناخ الاستثمار،وحسب تعريف المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ينصرف تعبير مناخ الاستثمار الى مجمل الأوضاع والظروف المكونة للمحيط الذى تتم فيه العملية الاستثمارية،وتأثير تلك الأوضاع

1 لمزيد من التفاصيل راجع :- حسين عبد المطلب الأسرج،"عرض التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام ٢٠٠٤"،مجلة المستقبل العربى ،العدد ٣١٤،السنة ٢٧ ،مركز دراسات الوحدة العربية ،لبنان،ابريل ٢٠٠٥،ص ص ١٩١-١٩٦

والظروف سلبيًا وإيجابيًا على فرص نجاح المشروعات الاستثمارية، وبالتالي على حركة واتجاهات الاستثمارات، وهي تشمل الأوضاع والظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية والأمنية، كما تشمل الأوضاع القانونية والتنظيمات الإدارية. وتلاحظ المؤسسة أن هذه العناصر عادة ما تكون متداخلة ومتراصة، بعضها ثابت أو شبه ثابت. إلا أن غالبيتها ذات طبيعة متغيرة، ومن ثم فهي تؤثر وتتأثر ببعضها البعض، مما يخلق بالتفاعل مرة وبالتداعي مرة، أوضاعًا جديدة بمعطيات مختلفة تترجم في محصلتها إلى عوامل جذب أو نوازع طرد لرأس المال. من جانب آخر، يمكن ربط مفهوم مناخ الاستثمار بمجال السياسات الاقتصادية التجميعية وذلك من خلال تعريف البيئة الاقتصادية المستقرة والمحفزة والجاذبة للاستثمار على مستوى الاقتصاد التجميعي، بأنها تلك التي تتسم بعجز طفيف في الموازنة العامة، وعجز محتمل في ميزان المدفوعات بحيث يمكن تمويله بواسطة التدفقات العادية للمساعدات الأجنبية أو الاقتراض العادي من أسواق المال العالمية. والتي تتصف أيضًا بمعدلات متدنية للتضخم، سعر صرف مستقر، بيئة سياسية ومؤسسية ثابتة وشفافة يمكن التنبؤ بها لأغراض التخطيط المالي والتجاري والاستثماري بواسطة الأفراد والمؤسسات والهيئات. وللسياسات والسلوكيات الحكومية تأثير قوى على مناخ الاستثمار من خلال تأثيرها على: التكاليف، والمخاطر، والعوائق أمام المنافسة. ولهذا فإن تقرير التنمية في العالم لعام ٢٠٠٥ يؤكد على الدور الهام الذي تلعبه الحكومة في إيجاد بيئة آمنة ومستقرة، بما في ذلك حماية حقوق الملكية. فقد أشار التقرير إلى أن غموض السياسات وعدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي واللوائح التنظيمية العشوائية تشكل ٥١% من المخاطر المرتبطة بالسياسات على مخاوف الشركات المتعلقة بمناخ الاستثمار، كما خلص التقرير إلى أنه من شأن تحسين وضوح ومعلومية السياسات وحده أن يؤدي إلى زيادة الاستثمارات الجديدة بنسبة ٣٠%.

وإذا نظرنا إلى بيئة أداء الأعمال في الدول العربية -على سبيل المثال- نجد أن هناك مجالًا واسعًا للإصلاح، فيشير تقرير *Doing business in 2005* الصادر عن البنك الدولي إلى ما يلي ٢:-

- أن متوسط عدد الإجراءات المطلوبة في الدول العربية لبدء أي عمل تجاري هو ١٠,٧ إجراء، يمكن القول بأن عدد هذه الإجراءات يحتاج إلى التقليل بالمقارنة ببعض الدول وخاصة التي يمكن أن تنافس الدول العربية في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث أن عدد هذه الإجراءات يصل إلى (٥) في إسرائيل، (٨) في تركيا.

1 لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى <http://econ.worldbank.org/wdr/wdr2005/>
World Bank, Doing business in 2005: Removing Obstacles to Growth, 2
Washington, USA, 2005, PP98-131

• متوسط الوقت الازم لانجاز إجراءات الترخيص فى الدول العربية هو ٤٢,٧ يوم، مقارنة بنحو (٨) أيام فى سنغافورة، (٩) أيام فى تركيا، (١١) يوم فى هونج كونج. و برغم أن هذا الوقت يصل الى (٣٤) يوم فى اسرائيل إلا أنه أقل من الوقت اللازم فى معظم الدول العربية.

• ارتفاع متوسط الحد الأدنى المطلوب لرأس المال لتأسيس الشركة كنسبة من الدخل الوطنى للفرد والبالغ ٩٨٨,١%. ويتراوح بين أدنى مستوى له فى الجزائر (٦٥,٥%) وأعلى مستوى له فى سوريا (٥٦٢٧,٢%)، فى الوقت الذى يصل فيه هذا المستوى الى الصفر فى كل من دول المقارنة وهى هونج كونج، تركيا، اسرائيل، جنوب أفريقيا، سنغافورة.

• يلاحظ أيضا ارتفاع متوسط الوقت اللازم لتسجيل العقار والبالغ ٤٣ يوم مقارنة بنحو (٧) أيام فى تايوان، (٩) أيام فى كل من سنغافورة وتركيا. وقد وصلت هذه الأيام الى مستوى قياسى فى كل من السعودية (٤ أيام)، تونس (٥ أيام)، لبنان (٨ أيام) ولكن يحتاج الأمر الى مزيد من الجهد فى باقى الدول العربية.

وتبين المؤشرات السابقة حاجة الدول العربية الى مزيد من الاصلاح والجهد بهذا الخصوص ويعزز ذلك أيضا حاجة الدول العربية الى مزيد من التطوير فى النظم المطبقة فيما يتعلق بالخروج من السوق (أى إجراءات الافلاس) حيث يتضح أن متوسط الوقت اللازم لشركة لكى تخرج من السوق وتعلن افلاسها فى الدول العربية فى حدود ٤ سنوات، ويتراوح بين ٣-٨ سنوات باستثناء المغرب (١,٨ سنة)، لبنان (١,٣ سنة). وتبلغ هذه المدة نحو عام فى كل من هونج كونج وجامايكا، وحوالى ٨ شهور فى كل من تايوان وسنغافورة بينما تصل الى عامين، ٢,٩ عام فى جنوب أفريقيا، تركيا على الترتيب. لهذا فانه من الضرورى العمل على تهيئة المناخ الملائم للاستثمار وتحسين الأوضاع والظروف التى تتم فيها العملية الاستثمارية ومعالجة أوجه القصور التى تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية وتحديث إمكانات تطوير وربط هذه الأسواق سواء فى مجال نقص المعلومات وعناصر الشفافية والإفصاح المالى وأساليب ونظم الإدارة المالية العاملة فى أسواق رأس المال العربية مع استمرار العمل على تطوير واستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للأسواق المالية وخلق ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة فى الأسواق العربية، وأيضا التعاون فى مجال تبادل الخبرات المستحدثة وخاصة فى مجال تنشيط الأدوات المالية والاستثمارية الحديثة ودراسة إمكانية تقديم بعض المزايا والإعفاءات الضريبية لأدوات الاستثمار المالى لمدد محددة من تاريخ مباشرة النشاط، بالإضافة إلى إلزام شركات الوساطة بضمان الصفقات التى تتم من خلالها حتى لو اخفق عملاؤها.

ويجب التأكيد على أنه نتيجة للتطورات والاتجاهات العالمية الحديثة لابد من إعادة نظر وتصويب في بعض المسلمات في المجالات الاقتصادية والنظريات التي تعتمد عليها، فلا تقتصر بيئة الاستثمار النموذجية على مجرد منح الإعفاءات الضريبية وتسهيل اجراءات التسجيل والترخيص، بل تتعداه لتشمل حزمة متكاملة من العناصر الضرورية التي لابد من توافرها مجتمعة منها:-

- أ- استقرار السياسات الاقتصادية الكلية: حيث يعتبر وجود سياسة اقتصادية كلية عامة ثابتة ومستديمة شرطا ضروريا للاستفادة من الإمكانيات التي تتيحها العولمة المالية.
- ب- تكامل السياسات الصناعية والنقدية والمالية والتجارية والتشغيلية مع مبدأ تشجيع الاستثمار وتعزيز البيئة الاستثمارية.
- ت- وجود منظومة قوانين وأنظمة اقتصادية فعالة وكفوة مما يتطلب مراجعة القوانين بها وتحديثها لتنسجم مع التوجه العام لتنشيط حركة الاستثمار وسن قوانين جديدة تتلاءم مع المستجدات على الساحتين المحلية والدولية.
- ث- تبسيط الاجراءات الادارية في جميع المؤسسات المرتبطة بالنشاط الاستثماري وألا يقتصر فقط على فترة الترخيص والتسجيل، بل يتضمن أيضا تشخيص العوائق والمشاكل التي تواجه المستثمر على جميع المستويات وايجاد الحلول لها.
- ج- تكثيف الجانب الرقابى لتعزيز الثقة فى البيئة الاستثمارية وبما يكفل الطمأنينة للمستثمر على حقوقه فى المشاريع التى يستثمر فيها،بالإضافة الى ضرورة محاربة الفساد وسوء الادارة.
- ح- تقنين وترشيد الحوافز المالية والإعفاءات الممنوحة بحيث تكون أداة لتوجيه وتحفيز الاستثمار فى المشاريع التى تضيف الى الاقتصاد الوطنى بما يتطلب وجود خريطة استثمارية واضحة ومتكاملة مع الخطة التنموية.

ثانيا: تطوير وتدعيم باقى مكونات القطاع المالى بالدول العربية:

لا يزال القطاع المالى المكون من القطاع المصرفى وقطاع التأمين وأسواق الأوراق المالية فى غالبية الدول العربية صغيرا مقارنة بالدور المنتظر منه،اذ يعتبر من أهم الأعمدة الاقتصادية الداعمة والمحفزة للاستثمار.ويقوم كل من القطاع المصرفى وسوق الأوراق المالية بالوساطة بين المدخرين والمستثمرين بينما يوفر قطاع التأمين الحماية ضد مختلف أنواع المخاطرة بما فيها المخاطر المتعلقة بالاستثمار فى المشاريع.

ويحتاج القطاع المالى فى عدد كبير من الدول العربية الى تطوير جوهري لمكوناته وأنشطته فى الفترة القادمة، ويشمل ذلك الأطر التشريعية والتنظيمية، وتعزيز القدرة المالية للمصارف العربية، وتطوير وظائفها ووسائلها، وأيضاً تطوير أسواق الأوراق المالية وشركات التأمين بما يساعد على زيادة الاستفادة من الموارد المالية المتوفرة على مستوى الدول العربية وجذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية. وفيما يلي بعض السياسات الاقتصادية التى تساعد على تنمية وتطوير القطاع المالى العربى:-

١- القطاع المصرفى: يضم القطاع المصرفى فى الدول العربية حسب احصاءات عام ٢٠٠٠ نحو ٤٧٧ مصرفاً، منها ٣٥٣ مصرفاً محلياً، ١٠٩ مصرفاً أجنبياً، ١٥ مصرفاً مشتركاً. وتشمل قاعدة هذا القطاع، المصارف التجارية التى توفر التمويل لأجل قصير نسبياً. ومن الملاحظ أن بعضاً من هذه المصارف أخذ فى السنوات القليلة الماضية فى العمل على تطوير هيكلها التمويلية والمؤسسية، بحيث تم إصدار أوراق مالية لتوفير التمويل المتوسط والطويل الأجل. وتعمل مصارف الدول العربية على تدعيم قواعدها الرأسمالية واحتياجاتها واحتجاز نسب من أرباحها المحققة من أجل تقوية حقوق المساهمين، نظراً لأهمية ذلك فى توسعة نشاطها وأعمالها. وقد تمكنت المصارف العربية خلال الفترة الأخيرة من قطع شوط كبير فى إعادة هيكلة أطرها المؤسسية والقانونية

وعلى الرغم من التطور الذى تشهده مصارف الدول العربية من حيث زيادة أصولها ورؤوس أموالها، إلا أنها لا زالت تعاني من صغر أحجامها مقارنة مع المصارف الأخرى فى الأسواق الدولية^٢. لذا فإن هناك حاجة الى بذل مجهود أكبر فى عدد من المجالات منها^٣:-

١- تحسين الشفافية والرقابة وتطوير النظم المحاسبية على المستوى الوطنى، ودراسة إمكانية التقريب والتوحيد بين التشريعات والقواعد التنظيمية والمصرفية فى المنطقة العربية مع

¹ ناجى التونى، الإصلاح المصرفى، سلسلة جسر التنمية، العدد ١٧، السنة ٢، المعهد العربى للتخطيط بالكويت، مايو ٢٠٠٣، ص ٣

² لمزيد من التفاصيل راجع :

- ناجى التونى، الإصلاح المصرفى، مرجع سابق، ص ٣-١١

- صندوق النقد العربى، التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام ٢٠٠٢، ص ١١٥-١١٧

- صندوق النقد العربى، التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام ٢٠٠٣، ص ١٢٤-١٢٦

- صندوق النقد العربى، التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام ٢٠٠٤، ص ١٢٧-١٣٠

³ محمد الفينش، القطاع المالى فى البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة: القضايا الرئيسية، محمد الفينش (محرر)، القطاع المالى فى البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربى، والصندوق العربى للائتماء الاقتصادى والاجتماعى، أبوظبى، الامارات العربية المتحدة، ٢٠٠٠، ص ٢٢-٢٦

ضمان انسجام هذه القواعد على المعايير الدولية المقبولة، والعمل على إيجاد معايير محاسبية موحدة، وأنظمة لتبادل المعلومات عن البنوك التي تمتد عملياتها عبر الحدود وتطوير نظرة متناسقة بالنسبة لتقييم الائتمان.

٢- التقدم بخطوات أسرع في مجال خصخصة المؤسسات المالية والمصرفية وتقليل التدخل الحكومي- خاصة في البلاد التي مازالت الدولة فيها تحتفظ بجزء كبير من الملكية- وذلك لتقوية المنافسة وتحسين كفاءة تخصيص رأس المال وزيادة القدرة على حشد المدخرات المحلية.

٣- تشجيع الاندماج بين المؤسسات المالية في المنطقة العربية، خاصة مع زيادة حركة اندماج المصارف العالمية سواء في نطاق الدولة الواحدة -اليابان، أمريكا- أو اندماج المصارف عبر القارات، الأمر الذي يضيف تحدياً أكبر أمام المصارف العربية. ويعمل الاندماج على تقوية النظام ككل، يسهل على البنوك فتح المجال الاقليمي، حيث ما زالت الأنشطة عبر الحدود محدودة وكثير من البنوك لا تملك الحجم أو المقدررة على العمل في المجال الدولي.

٤- ضرورة تكيف المؤسسات المالية في المنطقة العربية مع التطور الهائل الذي شهدته الصناعة المصرفية وخاصة في الدول المتقدمة، والتي تنعكس في النمو المتزايد في استخدام الانترنت، والخدمات المصرفية الفورية، والتجارة الالكترونية، وأن تعمل على تحسين خدماتها لتكون مستعدة لمقابلة تحديات العولمة والاستجابة لمطالبها، كما أن الالتزام بالمواثيق الدولية مثل قوانين منظمة التجارة العالمية، واتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي ستؤدي الى زيادة الضغوط لتحسين الأداء الاقتصادي ومواجهة المنافسة الخارجية القوية.

٢- قطاع التأمين ١: يعتبر قطاع التأمين من أصغر القطاعات المالية في الدول العربية، وتحتل صناعة التأمين العربية نصيباً لا يكاد يذكر في صناعة التأمين العالمية، حيث لا تزيد عن ٠,٢٥%، بينما بلغت حصة الولايات المتحدة الأمريكية ٣٤,٤%، حصة اليابان حوالي ٢٢%، وحصة بريطانيا ٨%، وحصة فرنسا ٥,٧%.

وتختلف أسواق التأمين في الدول العربية اختلافاً كثيراً عن بعضها البعض حيث أن هناك بعض الدول التي لا تسمح بفتح فروع لشركات أجنبية للعمل في سوقها بجانب الشركات الوطنية. وهناك دول تسمح لشركات التأمين الخاصة بالعمل بجانب شركات القطاع العام، ودول تقوم فيها شركة عامة للتأمين بممارسة جميع عمليات التأمين. ومن الجدير بالذكر أن نصيب

1 نبيل حشاد، العلاقات المالية للدول العربية في القرن الحادي والعشرين، في: سعد حافظ محمود (محرر)، الاقتصاد العربي وتحديات القرن الواحد والعشرين، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، ١٩٩٨، ص ٧٦-٧٨، ص ٩١

قطاع التأمين فى الناتج المحلى الاجمالى للدول العربية يعتبر محدودا للغاية وفى حدود ١,٢%.

وهناك بعض المشكلات التى تواجه قطاع التأمين فى العالم العربى، منها، محدودية أسواق التأمين، النقص فى المعلومات والبيانات، ضعف مجالات الاستثمار، وضعف أسواق المال العربية بصفة عامة مما يؤثر سلبيا على السياسات الاستثمارية لشركات التأمين واعادة التأمين.

ويمكن تطوير قطاع التأمين فى الدول العربية من خلال:-

- دمج شركات التأمين وخصوصا الصغيرة منها لتحسين وضعها التنافسى.
- تطوير المستوى العلمى والفنى للعاملين فى مجال التأمين، حيث أن كثير من العاملين بمجال التأمين دون المستوى المطلوب. وسوف يودى هذا الى تحسين مستوى الخدمات التى تقدم للعملاء ومن ثم تزيد القدرة التنافسية لشركات التأمين العربية.
- تطوير الأجهزة الفنية وطرق التسوية حتى تحسن من وضعها التنافسى مقابل شركات التأمين الأجنبية التى ستدخل الأسواق العربية بأجهزتها الفنية وطرق التسوية العالية الكفاءة وذلك بموجب اتفاقية الجاتس. ولا شك أن ذلك سيؤثر على شركات التأمين العربية سلبيا إذا لم تطور نفسها.
- العمل على نشر الوعى التأمينى لدى الأفراد ودراسة أسباب ضعفه وإمكانيات نشره باستخدام مختلف الوسائل المتاحة.
- تطوير أجهزة الرقابة والإشراف على التأمين بما يحقق كافة مصالح الأطراف المعنية فى سوق التأمين وتدعيم هذا القطاع بالكوادر الفنية المدربة.

ثالثا: التوسع فى برامج الخصخصة فى الدول العربية:

تكمّن أهمية الخصخصة فى هذا الشأن إلى وجود علاقات متبادلة بين الخصخصة وأسواق الأوراق المالية، بحيث يعزز كل من هذين النشاطين الآخر من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية النهائية. فوجود سوق نشط للأوراق المالية يستند على القواعد التشريعية الضرورية وتتوافر لديه الخدمات المالية المتطورة يساعد فى تحقيق الأهداف النهائية لبرامج الخصخصة. من جهة أخرى تشكل الخصخصة حافزا فعالا لتطوير وإصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال تعزيزها لحجم المعروض من الأسهم وجذبها لاستثمارات الحافظة إلى هذه الأسواق ومن ضمنها استثمارات المغتربين الموجودة حاليا فى أسواق مالية أجنبية. وتقدر حصيلة الخصخصة الإجمالية فى الدول النامية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٠)

حوالى ٣٤٢ مليار دولار.بينما بلغت هذه الحصيلة فى الدول العربية نحو ١٧,٥ مليار دولار أمريكي خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠١).ويلاحظ أن هذه الحصيلة ارتفعت بصورة متصاعدة سنة بعد أخرى، حيث ارتفعت من نحو ٢ مليون دولار عام ١٩٩٠ إلى أن وصلت إلى ٢,٥ مليار دولار فى عام ١٩٩٧، ولكنها تراجعت بعد ذلك تدريجيا فى ضوء التباطؤ الذى حدث فى النمو الاقتصادى العالمى إلى أن بلغت حوالى ١,٨ مليار دولار عام ٢٠٠٠، ثم ارتفعت إلى نحو ٣ مليار دولار عام ٢٠٠١.وعلى ذلك فبرامج الخصخصة فى الدول العربية تعد من المؤشرات الايجابية لمستقبل التعاون بين أسواق رأس المال العربية، وستشكل أسهم المشروعات المعروضة للاكتتاب العام فى الدول العربية موردا للبورصات العربية بأعداد متزايدة من الأوراق المالية لسنوات عديدة قادمة.

رابعا: عمل خطة إعلامية لنشر الوعى الاستثمارى والتعريف الاعلامى بفرص وإمكانيات مزايا الاستثمار المالى بين الدول العربية. ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة من خلال الوسائل التالية :-

١- الترويج للشركات المساهمة العربية من خلال تصميم موقع الكترونى لنشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء على جمهور المستثمرين العرب بالإضافة الى ما يتم نشره عند الدعوة للاكتتاب فى اصدارات جديدة من الأسهم وبحيث تشتمل نشرة الاكتتاب على كل ما يهم المستثمر العربى ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له.

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

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

1 صندوق النقد العربى،"التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام ٢٠٠٢"، أبو ظبى، سبتمبر ٢٠٠٣، ص

- ٤- إقامة الندوات واللقاءات فى أماكن التجمعات المختلفة ، بما فى ذلك تجمعات العرب فى الخارج للتعريف بأهمية الاستثمار بالشركات المساهمة العربية من خلال أسواق الأوراق المالية العربية، وصناديق الاستثمار العربية، وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعهم .
- ٥- تشجيع إنشاء نوادى الاستثمار العربية التى تساهم فى زيادة الوعى الاستثمارى فى الأوراق المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين العرب يمكن الاعتماد عليه.
- ٦- زيادة الوعى الادخارى والتوظيفى لدى صغار المدخرين العرب من خلال وسائل الاعلام المقروءة والمسموعة والمرئية .

خامسا: زيادة مستوى التدفقات المالية العربية البيئية واستقطاب الأموال العربية المهاجرة

تقدر الأموال العربية المهاجرة بما يتراوح ما بين ٨٠٠ مليار دولار الى نحو ٣ تريليون دولار. ووفق تقارير المصارف الدولية، فان الأموال العربية المهاجرة تتركز جغرافيا فى الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة ٧٠%، وتتنوع النسبة الباقية على كل من الأسواق الأوروبية (خاصة لندن، جنيف) والأسواق الآسيوية. وتقدر هذه التقارير أن نحو ٤٠% من هذه الأموال تستثمر فى محافظ استثمارية متنوعة وفى مجال العقارات، وما نسبته ٣٠% من استثمارات ذات سيولة مالية (ودائع وأذونات)، ونسبة ١٥% فى أسواق السندات خاصة السندات الحكومية الأمريكية ٢.

وهناك عدد من الأسباب التى تحفز عودة الأموال العربية المستثمرة فى الخارج، يذكر

منها ٣:-

- 1 تشير بعض المصادر أن أموال المصريين المغتربين فى الخارج تقدر بنحو ١٢٠ مليار دولار، وأموال المغتربين السوريين بما يزيد عن ٦٠ مليار دولار ، وأموال اليمنيين المغتربين نحو ٢,٤ مليار دولار. راجع:- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، نشرة ضمان الاستثمار ٤/٤، ٢٠٠٤، ص ٩
- 2 من جهة أخرى تزايد أهمية تقديرات الأموال المحولة خارج الدول العربية من العمالة الوافدة لديها، مما يعنى فرصا ضائعة للاستثمار ويخلق نزيفا آخر للأموال. وفى هذا الصدد تقدر دراسة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية أن حجم تحويلات العمالة الوافدة، والتى تقدر بنحو ١٢,٩٥ مليون شخص، بلغت تراكميا خلال الفترة (٧٥-٢٠٠٢) نحو ٤١٣ مليار دولار أى بمعدل ٢٧ مليار دولار سنويا، منها ١٦ مليار من السعودية، ٤ مليار من الامارات سنويا. وفى تقديرات أخرى فان القطاع الخاص السعودى يحول للخارج سنويا نحو ٤,٨ مليار دولار، كما يحول الوافدون العاملون فى المملكة نحو ١٣,٣ مليار دولار سنويا. راجع المصدر السابق مباشرة.

3 راجع:- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، نشرة ضمان الاستثمار ٤/٤، ٢٠٠٤، ص ١٠-١١

- التحسن المتواصل في البيئة الاقتصادية العربية، حيث تدل المؤشرات الاقتصادية والمالية وكذلك المؤشر المركب لقياس المكونات الاقتصادية لمناخ الاستثمار على تحسن مستمر في مناخ الاستثمار في الدول العربية.
- الخريطة الاستثمارية العربية التي أطلقها مجلس الوحدة الاقتصادية العربية على موقعه بالانترنت، ويشمل ٤ آلاف فرصة في ١٥ دولة عربية.
- مبادلة الديون العربية: التفكير جدياً بمبادلة الدين العام للدول العربية المقدر بنحو ١٤٤ مليار دولار عام ٢٠٠٢ إلى استثمارات عربية - عربية، وجزء من ذلك الدين المستحق على العراق للدول العربية.
- خطر الإرهاب الدولي ومخاوف تجميد ومصادرة الأموال والأرصدة العربية في الخارج.
- تراجع سعر صرف الدولار الأمريكي وتراجع أسعار النفط، إذ قدرت خسائر العائدات النفطية والمشتقات لهذه الدول بنحو ٦٠ مليار دولار عام ٢٠٠٢، إلا أن هذه العوائد رغم ارتفاعها نتيجة تحسن أسعار النفط عامي ٢٠٠٣، ٢٠٠٤ وارتفاع الصادرات النفطية لمواجهة الطلب المتنامي، إلا أنه نتيجة انخفاض سعر صرف الدولار خسرت ٢٥% من قيمتها خلال هذين العامين بما يقدر بنحو ٦٨ مليار دولار.
- انطلاق منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى في عام ١٢٠٠٥، وتوحيد العملة الخليجية في إطار اتحاد نقدي بحلول عام ٢٠١٠، انطلاق البورصة العربية الموحدة بالقاهرة.

ويمكن زيادة مستوى التدفقات المالية العربية البينية من خلال: ٢:

- أ- العمل على إشراك مستثمرين في عدة أقطار عربية في مشاريع إنتاجية قطرية إقليمية ومشاركة عن طريق إصدار أسهم وسندات.
- ب- إدراج أسهم وسندات الشركات العربية في أكثر من سوق مالية عربية كوسيلة لتنشيط حركة رؤوس الأموال العربية. ١

1 تشارك في هذه المنطقة للتبادل الحر كل من السعودية وقطر والبحرين ومصر والامارات والعراق والأردن والكويت ولبنان وليبيا والمغرب وسلطنة عمان وفلسطين والسودان وسوريا وتونس واليمن. وهذه الدول تمثل حجم تجارتها نحو ٩٤% من اجمالي التجارة العربية.

2 ناجى التونى، برنامج التدفقات المالية واشكالاتها، المعهد العربى للتخطيط، الشهادة القطرية المنعقدة بجمهورية مصر العربية، ١٠-١٤ يناير ٢٠٠٤، ص ص ١٣٥-١٣٦

ت- المساهمة بدور صانع السوق للأسهم market maker والسندات في عدد من البورصات العربية بهدف تأمين توافر السيولة اللازمة.

ث- الترويج للشركات العربية المتعددة الأقطار على طريقة الشركات المتعددة الجنسية.

ج- العمل على تعميق العلاقات الثنائية بين الدول العربية وتفعيل اتفاقية التجارة الحرة العربية سعياً إلى تحقيق التكامل الاقتصادي العربي، وتشكل حرية تحرك رؤوس الأموال بين أسواق الأوراق المالية العربية نواه خصبة لإنشاء سوق عربية مشتركة، مع دراسة إمكانية التوسع فيها لتشمل في نطاقها الخدمات المالية باعتبارها أحد عناصر تشجيع الصادرات الخدمية والتي من شأنها جذب المزيد من الاستثمارات بكافة أنواعها.

سادساً: تفعيل إنشاء البورصة العربية الموحدة والعمل على أن تكون ذات نظام تداول ومقاصة وتسوية موحد ويقيد بها الشركات الأكثر نشاطاً في أسواق المال العربية ووضع نظام تداول آلي تنفذ من خلاله الصفقات، وتبنى نظام للإفصاح المالي والالتزام به والعمل على تبادل طرح الإصدارات في أسواق الأوراق المالية العربية وفق ضوابط معينة.، حيث يحقق وجود هذه السوق عدد من المزايا أهمها :-2

أ- إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية وادخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين إلى المشروعات العربية بما يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

¹ هناك عدد من البدائل الممكنة لتطوير تداول الأوراق المالية عبر الحدود فيما بين الدول العربية منها أن يسمح لأية شركة مساهمة أنشئت في ظل القوانين المعمول بها في أحد الدول العربية، بإدراج أسهمها للتداول في سوق الأوراق المالية في أي دولة عربية بجانب دولة المنشأ، شريطة استيفاء الشروط القانونية الجاري العمل بها، صياغة شروط متفق عليها بين الدول العربية لعملية الإدراج عبر الحدود مثل تحديد مستويات قصوى لحجم رأس المال أو الأصول أو المبيعات أو غيرها من مؤشرات الحجم، وإيضاً اشتراط حدود دنيا للتوزيعات الخارجية وضرورة استيفاء عدد من السنوات في مزاولة النشاط... الخ، ودراسة إمكانية إنشاء هيئة عربية للقيام بصياغة هذه الشروط والإشراف على تطبيقها. لمزيد من التفاصيل حول هذه البدائل راجع صندوق النقد العربي، "السياسات المالية وأسواق المال العربية"، تحرير سعيد النجار، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ١٩٩٤، ص ١٢٨-١٣١

2 نهلة أبو العز، القوة المالية تبدأ من اتحاد أسواق المال، مجلة البورصة المصرية، الأهرام الاقتصادي، العدد ٣٧٤، ٥ يوليو ٢٠٠٤، ص ١٥.

- ب- تساعد على اعادة تخصيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى بما يحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين.
- ت- تساعد على تحقيق الاعتماد الجماعى على الذات العربية ولتكوين تنمية مستقلة فى ظل العولمة والاتجاه للمزيد من التكتلات الاقتصادية.
- ث- مقابلة احتياجات التنمية الاقتصادية فى الدول العربية التى لا تستطيع البنوك التجارية بامكاناتها المعروفة تحمل مسؤوليتها فى هذا الصدد.
- ج- تمثل وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية.
- ح- تقلل من مخاطر وجود الأموال العربية فى الاقتصاديات المتقدمة خاصة بعد أحداث الحادى عشر من سبتمبر ٢٠٠١.
- خ- توفير السيوالة اللازمة للتبادل التجارى وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية بين الدول العربية.
- د- احدى وسائل التنسيق العربى.
- ذ- تسمح بحرية الدخول والخروج من أسواق الأوراق المالية فى وقت نسبى قصير.
- ر- تضمن الحصول على الحقوق المتبادلة للمتعاملين فى هذه الأسواق.
- ز- تتيح التنوع للمحافظ الكبرى للدول وكبار المتعاملين.
- س- تساعد على التنوع الأكفأ للموارد على أحسن المشروعات الاستثمارية العربية.

وفى هذا الإطار يجب العمل على:-

- ١- ضرورة إجراء دراسة تفصيلية ومقارنة لموقف القطاع المالى فى الدول العربية وما يميز هذا القطاع فى كل دولة ، كما يجب أن تشمل أيضا على دور المؤسسات المالية غير المصرفية والتي تعمل لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، مدى تنوع الأدوات المالية فى تلك الأسواق مقارنة ببعضها البعض ومدى تطورها.
- ٢- دراسة إمكانية إقامة مركز مالى اقليمى وإزالة العوائق السياسية والاقتصادية التي تحول دون الوصول بالمركز المالى الاقليمى دون الأهداف المرجوة منها.
- ٣- إزالة المعوقات والعقبات التي تعترض التعاون بين البورصات العربية: فقد أثبتت التجربة أن الربط بين البورصات العربية كان خطوه شكليه لم يترتب عليها ايجابيات أو سلبيات و لم يزد حجم التعاملات كما أظهرت هذه المرحلة من الربط ضرورة الحاجة الي وجود شركه مقاصة لسرعة تسوية المعاملات بين هذه البورصات وتقليل الانتقال الفعلي للأوراق المالية أو النقود ولذلك كان لابد من دعم عملية الربط بأدوات أخرى. فالربط بين البورصات العربية ليس مجرد عملية فنيه وإنما المهم أن يكون لهذا الربط اثر فعلي علي التعامل بمعنى انه بعد

عملية الربط يستطيع المتعامل في سوق الكويت أن يتعامل علي الأسهم المصرية من مكانه دون أن يعطي أمر الشراء أو البيع لسمسار في مصر وكذلك أن يتم تحويل أو تسويه مقابل العمليات استلام البائع للأموال والمشتري للأسهم والسندات بسرعة لزيادة حجم التعاملات ولعل أهم العوائق التي يجب أزالها ما يلي:- ١

- أ- ازالة بقايا الاختلافات في التشريعات والتنظيمات المنظمة للأسواق المالية العربية وتنسيق السياسات الاقتصادية الاستثمارية.
- ب- التغلب على عدم توافر أساليب وأدوات مالية متنوعة ومتطورة.
- ت- إنهاء أي قيود ورقابة تضعها السلطات النقدية والمالية على تداول الأوراق المالية بين دولة عربية وأخرى.
- ث- التوحيد القياسي ويكون ذلك من خلال ٢:-

- تنسيق قواعد وأنظمة أسواق الأوراق المالية مع المعايير الدولية مثل ما تم انجازه من خلال الاتحاد العالمي للبورصات، كشرط ضروري للتنافس في السوق المالية العالمية، حيث لم تتخذ الحكومات العربية أي اجراءات في هذا الشأن حتى الآن.
- أدى التقدم التكنولوجي الحديث الى توحيد عمليات التداول الالكتروني في البلدان العربية، مما رفع مستوى الشفافية وكفاءة الأسواق واختصر أوقات تسوية المعاملات، ولا غنى عن زيادة التطوير في هذا المجال، وبخاصة فيما يتعلق بتيسير التداول العابر للحدود.
- توحيد المصطلحات المستخدمة في الأسواق العربية للأوراق المالية مع تلك المستخدمة في الأسواق المالية العالمية. ويوفر الموقع الالكتروني للشبكة العربية للأسواق المالية المساعدة في توحيد المصطلحات لأعضاء اتحاد البورصات وأسواق المال العربية وتحسن المصطلحات الموحدة الشفافية للمستثمرين. ويقلل التوحيد القياسي لتقارير المحللين من احتمالات انتشار نسب الربحية على غير أسس سليمة والتقييمات المشكوك فيها للأوراق المالية وتوصيات البيع والشراء التي تضلل المستثمرين المحتملين.

1 نهلة أبو العز، القوة المالية تبدأ من اتحاد أسواق المال، مجلة البورصة المصرية، مرجع سابق، ص ١٥.
2 اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، "استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الاقليمي في منطقة الاسكوا"، مرجع سابق، ص ٧١

سابعاً: ابتكار وتطوير الأدوات المالية^١: حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تنمية المدخرات وتعبئتها فلا بد من توافر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالسوق ، ذلك أن المستثمر يشتري الورقة التي تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيح من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون في درجة خوفهم من المخاطرة ، فإن الورقة المالية التي تجذب مستثمراً معيناً ، قد لا تجذب مستثمراً آخر . وبالتالي فإنه لزيادة عدد المستثمرين بسوق الأوراق المالية ، يلزم وجود أوراق مالية ذات جاذبية لمختلف المستثمرين والمدخرين ، لأن زيادة عدد المستثمرين بالسوق يؤدي لزيادة كفاءة السوق . لذلك فإنه يجب تطوير كل من سوق الأسهم وسوق السندات على النحو التالي:-٢

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

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

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

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

1 حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة ، مجلة شئون عربية، جامعة الدول

العربية، العدد ١٢٣ ، خريف ٢٠٠٥

2 منير ابراهيم هندي ، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، (الاسكندرية: توزيع منشأة

المعارف، ١٩٩٧)، ص ص ٦٧٢-٦٨٦

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

ب : العمل على تنشيط سوق السندات فى البورصات العربية:

تشكل السندات نحو ٧٠% من حجم التعامل فى أغلب اسواق المال فى العالم، الا ان سوق السندات فى البورصات العربية تبدو محدودة بالنسبة لهذه الورقة الهامة، اذ بلغ اجمالى ما تم اصداره من السندات الحكومية العربية فى نهاية عام ٢٠٠٣ نحو ١٥٠ مليار دولار، كما أن أسواق سندات الشركات ما زالت محدودة وتتركز فى عدد من الدول العربية منها الكويت، مصر، الأردن. وتلجأ الشركات الى استخدام السندات لتمويل أنشطتها باعتبارها مصدرا قويا للتمويل أكثر استقرارا وأقل تكلفة مما يتيح لها التوسع فى أنشطتها وتوزيع محافظها المالية والمشاركة فى مشروعات جديدة، ولكى تلعب السندات هذا الدور المتميز لا بد لها أن تتصف بالتنوع والملاءمة خاصة لصغار المستثمرين. ويمكن تنشيط ذلك السوق من خلال ما يلى :- ٢

١- ربط تمويل العجز فى الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك بالاقتران فى التمويل مستقبلا على إصدار السندات والأذون ذات الآجال المختلفة وبأسعار فائدة سوقية

1 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، نشرة ضمان الاستثمار ٤/٢٠٠٤، ص ١٠

2 راجع: حسين عبد المطلب الأسرج، "آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار"، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٧٧ - ٤٧٨، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع والاحصاء، القاهرة، ابريل/يونيه ٢٠٠٥، ص ص ٥٦١-٥٦٦

مناسبة وطرحها للاكتتاب العام ، بغية جذب مدخرات الأفراد من ناحية ، وتمويل جانب من العجز بمصادر غير تضخمية وترشيد الانفاق العام. على ان يتم الجزء الكبير من الطرح عن طريق شركات التعامل والمتاجرة فى السندات Bond Dealer مع مراعاة آليات السوق وأسعار الفائدة عند تحديد العائد وأيضاً جاذبيته للمستثمر.

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

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

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

٥- دراسة إمكانية إصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم التى تصدر عن البنوك المركزية وذلك لتغطية الانخفاض فى القوة الشرائية للأموال المستثمرة فى السندات.

٦- دراسة إمكانية إصدار سندات تتحدد عوائدها بنسبة من الربح الذى يحققه حامل السهم العادى فى نفس المنشأة

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

٨- الاهتمام بإصدار السندات بالعملات الأجنبية لجذب مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية.

ج : دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية فى الأوراق المالية.

فى الواقع أن الأخذ بصيغ التمويل الإسلامية يعمل على الربط المباشر بين الإدخار والاستثمار ، ومن ثم تسهم بصورة أكثر فعالية فى توجيه المدخرات نحو المشروعات ، وهو ما يساعد على الإسراع فى التنمية ، فضلاً عما يحققه للمدخرين من استيعاب كل أو بعض آثار التضخم ، وأيضاً يتيح تنوعاً فى الأدوات المالية المطروحة فى السوق ، حتى ينتقى

المدخرون ما يلائمهم منها ، ولاشك أن تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامية أمر من شأنه تدعيم سوق الأوراق المالية وزيادة نشاطها. ١

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

أولهما : أن هناك مدخرات تبحث عن قنوات استثمارية ذات عائد مجز وفرتها شركات توظيف الأموال. وثانيهما: أن هذه الشركات قامت في بيئة اجتماعية وثقافية موالية ، إذا استطاع القائمون عليها أن يلامسوا عقيدة الأمة ، ويقدموا نموذجاً للاستثمار ينسجم مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا يتعارض معها. وهو ما يوجب دراسة هذه التجربة بشكل مجرد بكل مالها وما عليها لاستخلاص الدروس المستفادة منها والتي يمكن الاسترشاد بها لتطوير سوق الأوراق المالية ٢ .

1 يمكن تقسيم أدوات الاستثمار الإسلامية القابلة للتداول الى : ١- أسهم المشاركة، وهي تمثل ملكية شائعة في جملة أصول الشركة، ويكون لأصحابها حق الإدارة والتصويت عند اتخاذ القرارات. ٢- أسهم القراض، وتمثل ملكية في رأس المال المقدم للعمل فيه دون أن يكون لأصحابها حق التدخل في الإدارة ولا التصويت عند اتخاذ القرارات. ٣- صكوك المشاركة المخصصة، وهي تمثل حصصاً استثمارية في مشروع أو مشروعات محددة، وليس لأصحابها حق الإدارة ولا التصويت عند اتخاذ القرارات، إذا كانت المشاركة في صورة قراض. ويتم تداول هذه الأدوات في السوق المالية على أساس أن تكون الأصول التي تمثل هذه الأدوات موجودات فعلية تعبر أسعارها السوقية عن تفاعل حر لقوى العرض والطلب دون مزايدات وهمية (النجش)، وأن تخضع هذه الأدوات للتقويم المالي من قبل خبراء متخصصين كل سنة على الأقل. راجع: عبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد، "اقتصاديات النقود: روية إسلامية"، (القاهرة: النشر الذهبى، ص ٥٦

2 جدير بالذكر أن سوق البحرين للأوراق المالية قد وقع مع السوق المالية الإسلامية الدولية اتفاقية تفاهم تهدف الى رفع مستوى التعاون بين المؤسستين. وحددت المذكرة آلية العمل المطلوبة لتمكين المؤسستين من التعاون من أجل تطوير أسواق المال الإسلامية وبالتحديد تطوير عمليات ادراج وتداول الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية لخلق السيولة في السوق الثانوية. وبموجب شروط الاتفاقية سوف يتبادل سوق البحرين للأوراق المالية والسوق المالية الإسلامية الدولية الخبرات والمعلومات من أجل تطوير سوق

د : دراسة ادخال المشتقات فى البورصات العربية:

أدى التطور فى صناعة الاستثمار فى الأوراق المالية الى استحداث العديد من الأدوات المالية والتي من أبرزها المشتقات Financial Derivatives وقد نشأت هذه الأدوات لادارة المخاطر وتطور استخدامها بحيث أصبحت الآن من أهم أدوات الاستثمار. ولاريب فى أن دخول المشتقات إلى الأسواق العربية يعد نتيجة حتمية لتطور هذه الأسواق وارتباطها بالظروف والأسواق العالمية ، فعندما يزيد الوعى الاستثمارى للمستثمر العربى وتنتشر المعلومات الدقيقة والمفيدة وتنضج آليات السوق وتتوافر الكوادر المؤهلة فإنه لا بد من إدخال مشتقات الأوراق المالية والتي تعتبر أدوات للمضاربة فى الأسواق المتقدمة ، ويحتاج ذلك ثلاثة أمور:-

١. الاستعانة بالخبراء الممارسين لهذا العمل فى الأسواق الخارجية ونقل خبراتهم الى الأسواق العربية وتدريب العاملين فيها.
٢. قيام اتحاد البورصات العربية بوضع المعايير والقواعد والقوانين المنظمة لعمل هذه الأدوات وطرحها للنقاش لتلافى أو تقليل المخاطر التي قد تنجم عن استخدامها.
٣. توعية جمهور المستثمرين العرب بهذه الأدوات وأهميتها وأساليب استخدامها.

ثامنا: تفعيل دور القطاع الخاص العربى: يمكن أن يسهم القطاع الخاص فى جهود تطوير وربط البورصات العربية لتحقيق مزيد من التكامل المالى فيما بينها ، وذلك من خلال ١:

١. حسن إدارة الشركات، يؤدى استخدام الممارسات المحاسبية الدولية السليمة الى جعل الشركات فى وضع أفضل لاجتذاب المستثمرين الاستراتيجيين على الأجل الطويل ، حيث يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية بشكل كبير على الأوراق المالية المدرجة للتداول العام ، باعتبارها المرآة التي تعكس الوضع المالى للشركة وامكانات نموها والسيولة التى تتمتع بها وملاءتها وتوقعات المستثمرين لنموها المالى والتجاري. وبتعبير آخر فان جاذبية الورقة المالية هى ناتج المركز المالى للشركة المصدرة لها وتوقعات نجاحها. وبدون امكانية مساهلة المستويات العليا للإدارة فى

ثانوية نشطة للأدوات المالية الاسلامية على المستوى العالمى بصفة عامة، وفى أسواق الدول الأعضاء فى السوق المالية الاسلامية الدولية على وجه الخصوص.

¹ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربى آسيا، "استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الاقليمى فى منطقة الاسكوا"، مرجع سابق، ص ٧٠

الشركة لن تتوفر للمستثمرين الثقة للاستثمار في السوق. وفي منطقة تنزع فيها الروابط العائلية الى أن تعلق على مصلحة الشركة، فإنه ينبغي لمديري الشركات بذل كل جهد ممكن لضمان أن تتخذ القرارات الادارية لما فيه أفضل مصلحة للسوق والمساهمين .

٢. الشفافية، من القضايا الشائكة التي تواجه تطوير الأسواق العربية للأوراق المالية قضية قدرة واستعداد قطاع الشركات لتوفير إفصاح مالي شفاف على أساس سليم، ولا غنى للمستثمرين عن معلومات مناسبة لاتخاذ قرارات استثمار سليمة. وإذا لم تكن المعلومات المالية الضرورية متاحة فإن المستثمرين سيستثمرون في أماكن أخرى. ولا يقتصر الإفصاح على البيانات المالية المدققة، ولكنه ينبغي أن يشمل أى معلومات وتحليلات إضافية ذات صلة. ويمكن توفير ذلك على أكفا نحو من خلال المواقع الالكترونية للشركات.

٣. تشجيع الشركات على الإدراج العام للتداول، اتضح من عرض أهم خصائص البورصات العربية أن العدد الكبير للشركات العائلية والمغلقة يعد من أهم معوقات تطوير هذه البورصات، وينبغي تشجيع الشركات العائلية على استخدام التمويل من خلال البورصات لتلبية احتياجاتها التمويلية. ومن شأن الإدراج العام للأعمال التجارية العربية العائلية الملكية الناجحة أن يحسن عمق البورصات العربية. ويمكن للمستثمرين الإقليميين الاستفادة ماليا من المشاركة في هذه الشركات. وبرغم ادراج بعض الشركات العائلية للتداول العام في بعض البورصات العربية، إلا أنه يبقى الكثير منها في غير متناول المستثمرين العرب.

٤. التدقيق (المراجعة)، قوانين الشركات هي حجر الزاوية لسوق الأوراق المالية، وقد عمدت معظم البلدان العربية على سن القوانين والتشريعات الحاكمة للشركات، بالإضافة الى تنقيح عدد كبير منها، وذلك بهدف تشجيع إنشاء الشركات المساهمة، كما قام عديد من الدول العربية بتطوير عمليات التدقيق والإشراف بما يتماشى مع المعايير الدولية، غير أن الافتقار الى ممارسات التدقيق أو وجود أوجه عجز بها فى بعض الأسواق العربية ونقص المعلومات المالية الدقيقة والاختلافات فى اللوائح التنفيذية المنظمة للتدقيق تمثل جميعها عوامل تؤثر بصورة سلبية على أسواق الأوراق المالية.

المراجع:-

أولاً:المراجع العربية:-

- ١- أحمد محمد صلاح(١٩٩٨) ، "الأدوات المالية المشتقة : تحد جديد للمراجعين" ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث لكلية تجارة بنها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر: رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها ١٠-١١ نوفمبر.
- ٢-أحمد محمد عبده على سليم(١٩٩٨)،"دور سوق الأوراق المالية فى دعم امكانيات التنمية الاقتصادية فى مصر" ،رسالة ماجستير، جامعة عين شمس .
- ٣-البنك المركزى المصرى (١٩٩٢)"دراسة عن تطوير أسواق رأس المال العربية"،مؤتمر آفاق الاستثمار فى الوطن العربى"،اتحاد المصارف العربية،القاهرة ٢٩فبراير-٣٣ مارس .
- ٤-اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربى آسيا(٢٠٠٣)،"سياسات جذب الاستثمار الأجنبى والبنى فى منطقة الاسكوا:تحسين مناخ الاستثمار الأجنبى المباشر وتعبئة المدخرات المحلية مع دراسة حالات الأردن والبحرين واليمن"،الأمم المتحدة،نيويورك.
- ٥-اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربى آسيا(٢٠٠٤)،"استجابة للعولمة:ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الاقليمى فى منطقة الاسكوا" ، الأمم المتحدة ،نيويورك.
- ٥-المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،الكويت ،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية"،أعداد مختلفة
- ٦- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،نشرة ضمان الاستثمار،أعداد مختلفة .
- ٧- بدر نبيه ارسانبوس،(٢٠٠١)"أساليب المعالجة المحاسبية للمشتقات المالية"،مجلة المال والاقتصاد،جمعية الاستشارات المصرية ،العدد الثانى،أغسطس.
- ٨-بنك مصر(١٩٩٨)،"المشتقات كأدوات حديثة فى أسواق المال العالمية"،أوراق بنك مصر البحثية،العدد (٣).
- ٩-جاسم محمد المتعب الحذب الشمرى(١٩٩٨) ، "المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية" ، المؤتمر العلمى السنوى لكلية التجارة ببنها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر : رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها ١٠-١١ نوفمبر .
- ١٠-حسين عبد المطلب الأسرج(٢٠٠٢)،"دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر"، رسالة ماجستير ،كلية التجارة،جامعة الزقازيق.

- ١١- حسين عبد المطلب الأسرج (٢٠٠٤)، "تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠٠٣) مع دراسة خاصة بالبورصة المصرية"، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد ٧٩، الكويت، ديسمبر.
- ١٢- حسين عبد المطلب الأسرج (٢٠٠٥)، "آليات تفعيل البورصة المصرية"، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٧٧ - ٤٧٨، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع والاحصاء، القاهرة، ابريل/ يونيه .
- ١٣- حسين عبد المطلب الأسرج (٢٠٠٥)، "وضع الدول العربية فى تدفقات الاستثمار العالمية: عرض تقرير الاستثمار العالمى لعام ٢٠٠٤"، مجلة المستقبل العربى، العدد ٣١٣، السنة ٢٧، مركز دراسات الوحدة العربية، مارس .
- ١٤- حسين عبد المطلب الأسرج (٢٠٠٥)، "عرض التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام ٢٠٠٤"، مجلة المستقبل العربى، العدد ٣١٤، السنة ٢٧، مركز دراسات الوحدة العربية، ابريل .
- ١٥- حسين عبد المطلب الأسرج (٢٠٠٥)، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، كتاب الأهرام الاقتصادى، العدد ٢٠٩، مايو .
- ١٦- حسين عبد المطلب الأسرج، "سياسات جذب الاستثمار الأجنبى المباشر الى الدول العربية"، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعى رقم ٨٣، الكويت، ديسمبر ٢٠٠٥.
- ١٧- رمزى زكى (١٩٩٩)، "عولمة الأسواق المالية: الفرص والمخاطر للبلاد النامية"، المؤتمر العلمى الرابع للاقتصاديين الكويتيين، الجمعية الاقتصادية الكويتية، الكويت ٢٦-٢٨ ابريل .
- ١٨- سالم أحمد الفرغانى (٢٠٠٣)، "الاستثمارات العربية البينية مسيرة عقد من الزمن"، مجلة المال والصناعة، العدد ٢١، بنك الكويت الصناعى، الكويت.
- ١٩- سليمان المنذرى، "البورصات العربية.. وهن فى مرحلة الشباب" موجود ب www.islamonline.net/Arabic/economics/2001/05/articale5.shtml
- ٢٠- صلاح زين الدين، سعيد عبد الخالق (١٩٩٢)، "امكانيات تطوير اسواق راس المال العربية مع دراسة خاصة لبورصة الأوراق المالية فى مصر" مؤتمر آفاق الاستثمار فى الوطن العربى، "اتحاد المصارف العربية، القاهرة القاهرة ٢٩ فبراير- ٣٣ مارس .
- ٢١- صندوق النقد العربى، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبى، أعداد مختلفة ٢٢-_____، "التقرير الاقتصادى العربى الموحد"، أبو ظبى، أعداد مختلفة
- ٢٣-_____ (٢٠٠٣) "مساهمة صندوق النقد العربى فى تطوير الأسواق المالية العربية"، أبو ظبى، يونيو.

- ٢٤-_____ (١٩٩٤)، "الآفاق المستقبلية لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية"، موجود ب"السياسات المالية وأسواق المال العربية"، تحرير سعيد النجار، صندوق النقد العربي ابو ظبي الامارات العربية المتحدة.
- ٢٥- عمرو محيي الدين (٢٠٠٢)، "العولمة والتغيرات الجوهرية فى بنية الاقتصاد العالمى: اندماج وتكامل هيكل التجارة العالمية وتفكك هيكل الانتاج الصناعى"، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعى، العدد (٧١)، ديسمبر.
- ٢٦- عبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد (١٩٩٦)، "اقتصاديات النقود: رؤية اسلامية"، (القاهرة: النشر الذهبى)
- ٢٧- لبنى أبو العلا (١٩٩٥)، "صناديق الاستثمار فى مصر كأداة ادخار واستثمار"، مجلة المال والتجارة، الأعداد (٣١٢)، (٣١٣)، (٣١٤)، ابريل، مايو، يونيه.
- ٢٨- محمد الفنيش (٢٠٠٠)، "القطاع المالى فى البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة: القضايا الرئيسية"، محمد الفنيش (محرر)، "القطاع المالى فى البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة"، صندوق النقد العربى، والصندوق العربى للانماء الاقتصادى والاجتماعى، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة.
- ٢٩- محمد سامح عبد الهادى (١٩٩٥)، "دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمارات" رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة المنوفية.
- ٣٠- منال محمد محمد متولى (١٩٩٥)، "المدخرات فى الاقتصاد المصرى"، رسالة دكتوراة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.
- ٣١- منير ابراهيم هندى (١٩٩٧)، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، (الاسكندرية: توزيع منشأة المعارف).
- ٣٢- ناجى التونى (٢٠٠٣)، "الاصلاح المصرفى"، سلسلة جسر التنمية، العدد ١٧، السنة ٢، المعهد العربى للتخطيط بالكويت، مايو.
- ٣٣- ناجى التونى (٢٠٠٤)، "برنامج التدفقات المالية واشكالاتها"، المعهد العربى للتخطيط، الشهادة القطرية المنعقدة بجمهورية مصر العربية، ١٠-١٤ يناير.
- ٣٤- نبيل حشاد (١٩٩٨)، "العلاقات المالية للدول العربية فى القرن الحادى والعشرين"، فى: سعد حافظ محمود (محرر)، "الاقتصاد العربى وتحديات القرن الواحد والعشرين"، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة.
- ٣٥- نشأت عبد العزيز معوض (١٩٩٤)، "بورصات الأوراق المالية زصناديق الاستثمار"، الجزء الثانى، كتاب الأهرام الاقتصادى، العدد ٧٦، يونيه.

- ٣٦- نهلة أبو العز (٢٠٠٤)، "القوة المالية تبدأ من اتحاد أسواق المال"، مجلة البورصة المصرية، الأهرام الاقتصادي، العدد ٣٧٤ يوليو .
- ٣٧- وزارة التجارة الخارجية المصرية (٢٠٠٢)، "سوق الأوراق المالية المصرية (١٩٩٢-٢٠٠١) يناير".
- ٣٨- وزارة التجارة الخارجية المصرية (٢٠٠٤)، "التقرير السنوي عن أداء البورصة المصرية خلال عام ٢٠٠٣" يناير.
- ٣٩- يسرى جرجس بسطا (١٩٩٧)، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر"، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.

ثانيا المراجع الأجنبية:-

- 40-Dumas B., & Blaise A.,(1996)" Financial Securities, Market Equilibrium and Pricing Methods", (London: Chapman & Hall)
- 41-Eswar Prasad and Others(2003), Effects of Financial globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence ,IMF, Washington D.C, USA, March17.
- 42- Francis,J.C(1980). "Investment :Analysis and Management", (N.Y:Mac Graw Hill Book Company)
- 43-Houthakker,P.S &P.J.williamson(1996), "The Economic of Financial Markets", (N.Y: Oxford university press)
- 44-Keith Redhead(1990)," Introduction to Financial Futures and Option" ,(London: Wood Head- Fulkner Limited)
- 45- Gamo, P.A , A.Fedelio and S.P.Horvitz(1997),"Globalization and Growth Prospects in Arab Countries",IMF Working Paper,WP/97/125
- 46- Ong, L. L., and Amadou Sy(2004),The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?", IMF Working Paper, WP/04/133, International Monetary Fund.
- 47-Schmukler,S. and Pablo Zoido- sobaton(2001) ,"Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries", World Bank, Washington D.C.,.

جدول رقم (١)
أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠٠٤)

السنوات	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
اجمالي القيمة السوقية (مليون دولار)	72537	84565	107767	145187	122972	149400	148158	152230	208858	361825	622422.25
قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	10513	14988	30530	63895	35536	35594	36539	42688	65400	230417	568288.52
عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	3150.1	9590.3	26621	35856	15837	11866	9073.1	23523	46086	63389	57028.72
عدد الشركات المدرجة	1089	1081	1091	1184	1446	1634	1678	1687	1826	1723	1597
معدل دوران الأسهم (%)	14.5	17.7	28.28	43.9	28.92	23.86	24.66	28.04	31.31	63.7	91.1
المؤشر المركب للصندوق	100	108.3	119.9	138.45	104.12	114.3	102.2	101.1	100.7	141.9	215.7

المصدر: الفترة من (١٩٩٤-٢٠٠٣) مصدرها حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد ٢٠٩، مايو ٢٠٠٥، ص ٥٠
عام ٢٠٠٤ مصدره صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد ٤، ٢٠٠٤، ص ٧٧-٨٢

جدول رقم (٢)
أهم مؤشرات البورصات العربية

عدد الشركات			معدل الدوران			قيمة التداول للنتائج			رسملة البورصة للنتائج %			رسملة البورصة		البيان
2004	2003	1994	2004	2003	1994	2003	2002	1994	2003	2002	1994	2004	1994	
35	30	0	1.8	1.2		1.3	0.5	0	37.8	28.5	0	55,490.4		سوق أبوظبي
192	161	95	14.2	12.2	13.3	26.2	14.1	10.1	110.2	75.0	76.1	18,383.4	4,626.5	بورصة عمان
45	44	34	1.9	2.1	3.1	2.7	2.4	2.9	101.0	91.3	92.2	13,513.2	5,129.3	سوق البحرين
73	70	62	51.9	19.7	17.1	74.2	16.4	5.5	73.3	39.7	32.2	306,255.7	38,693.3	سوق الأسهم السعودي
125	108	48	74.4	37.2	17.9	131.1	62.9	7.9	142.6	99.8	44.2	73,580.5	10,967.3	سوق الكويت
53	52	61	9.7	11.0	4.8	5.5	4.0	0.7	29.5	23.7	14.6	25,174.9	4,446.1	بورصة الدار البيضاء
3	3	0	0.2	0.0		0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	140.3		بورصة الجزائر
44	45	21	7.3	10.1	13.1	0.7	1.1	2.1	9.1	9.2	16.4	2,574.5	2,559.3	بورصة تونس
18	13	0	2.9	4.8		1.3	1.0	0.0	17.8	13.2		35,090.9		سوق دبي
48	47	0	3.3	0.0		0.4	0.0	0.0	3.9	0.0	0.0	2,058.4		سوق الخرطوم
123	141	68	14.3	8.0	13.0	6.2	2.9	1.9	33.6	25.9	14.4	9,317.7	1,856.1	سوق مسقط
30	28	0	8.0	3.3		15.8	4.5	0.0	130.7	53.6	0.0	40,434.8		سوق الدوحة
16	14	0	5.6	7.6		0.7	0.7	0.0	8.3	8.0	0.0	2,330.7		بورصة بيروت
792	967	700	11.4	23.1	8.4	6.1	7.7	0.7	39.3	31.3	8.2	38,076.8	4,258.8	الهيئة العامة لسوق المال
1597	1723	1089	37.0	18.1	14.5	35.8	11.2	2.8	56.2	35.6	19.6	622,422.3	72,536.7	الاجمالي

المصدر: الفترة من (١٩٩٤-٢٠٠٣) مصدرها حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد ٢٠٩، مايو ٢٠٠٥، ص ص ٤٤-٤٩
عام ٢٠٠٤ مصدره صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد ٤، ٢٠٠٤، ص ص ٧٧-٨٢

جدول رقم (٣)
أهم مؤشرات بعض البورصات العالمية

عدد الشركات المقيدة	معدل الدوران (الأسهم المتداولة كنسبة من رسملة البورصة)	قيمة التداول للناتج المحلي الاجمالي %	رسملة البورصة للناتج المحلي الاجمالي %	رسملة البورصة بالمليون دولار	البيان	م
2003	2003	2002	2002	2003		
3058	71	39.4	53.2	2126075	اليابان	1
1701	135.4	173.7	119	1864134	المملكة المتحدة	2
5685	202.5	244.4	106.4	11052403	الولايات المتحدة	3
258	100.5	245.6	207.1	177056	سويسرا	4
2986	211.1	155.3	70.7	461559	أسبانيا	5
5644	14.1	38.6	25.7	279093	الهند	6
968	43.5	130.4	286.7	463108	هونج كونج	7
897	3.3	29.1	130.7	168376	ماليزيا	8
434	39.3	64.5	117.2	101900	سنغافورة	9
426	3.6	75.6	177.5	267745	جنزب أفريقيا	10
47576	123	122.8	74.6	23359484	اجمالي العالم	

المصدر: World Bank , World Development Indicators , 2004 , pp 266-268

مرفق^١

م	الدولة	السوق	أهم التشريعات المنظمة لها
١	مصر	بورصة القاهره والاسكندرية	اتجه الاهتمام في مصر منذ فترة مبكرة بالاستثمار عن طريق الأوراق المالية ، إذ أنشئت أول بورصة في الإسكندرية عام ١٨٨٣ م ، ثم أنشئت بورصة القاهرة بعدها بسبع سنوات ، أي في عام ١٨٩٠. وبعد أن كانت المبادلات تتم في الشوارع أو على المقاهي، اتفق السماسرة على تنظيم أعمالها عام ١٩٠٣ ، وصدر الأمر العالمي في ٨ نوفمبر عام ١٩٠٩ ، بإصدار أول لائحة للبورصة ، وتم تعديلها في عامي ١٩١٠ ، ١٩١٢ ، ثم عدلت بعد ذلك بموجب المرسوم الصادر بتاريخ ٣١ من ديسمبر عام ١٩٣٣ بإصدار لائحة جديدة لبورصات الأوراق المالية ، والتي عدلت هي الأخرى في عام ١٩٤٠ ثم عدلت في عام ١٩٤٧. ومع منتصف السبعينيات ، ظهرت نظرة جديدة لسوق الأوراق المالية ، وقامت الحكومة بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهوري رقم (٥٢٠) لسنة ١٩٧٩ ، بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها ، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم المناخ الملائم للدخار والاستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية. ودأبت الحكومة على اتخاذ عدة إجراءات و إصدار عدة قوانين ، وإدخال العديد من التعديلات على التشريعات المؤثرة في هذه السوق ، بهدف زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري، وإعادة تنشيط سوق الأوراق المالية ، ولعل أهمها كان إصدار قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ بغرض تنشيط سوق الأوراق المالية ، وقد شدد القانون على ضمان الشفافية والإفصاح لبيت الثقة لدى المستثمرين ، كما تضمن أيضا تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية والشركات العاملة في هذا المجال ، واستحداث بعض الأحكام الجديدة المتعلقة بتنظيم إنشاء الشركات المساهمة.
٢	الأردن	سوق عمان المالي	بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن أوائل عقد الثلاثينات.. ونظرا لغياب سوق منظم، كان التداول بأسهم هذه الشركات يتم من خلال مكاتب غير متخصصة. وقد أدى غياب سوق منظم لتداول أسهم هذه الشركات أو السندات الحكومية، إلى التفكير جديا بإنشاء سوق للأوراق المالية، ودعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا

^١ حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد ٢٠٩، مايو ٢٠٠٥، ص ص ٥١-٥٦

<p>السوق. ولتحقيق ذلك، أعد البنك المركزي الأردني دراسات حول إنشاء هذا السوق وتبيان مدى الحاجة إليه، وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي. وبينت هذه الدراسات أنه من المتوقع أن يساهم القطاع الخاص من خلال الشركات المساهمة في التطور الاقتصادي وتعزيز نشاطه. ونتيجة لذلك، تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦. وتم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ ١٦/٣/١٩٧٧، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ بعضوية ممثلين من القطاع الخاص يمثلون غالبية الأعضاء إلى جانب ممثل عن البنك المركزي وممثل عن وزارة الصناعة والتجارة ومندوب عن وزارة المالية. وقد أقر مجلس الوزراء الأردني مشروع قانون الأوراق المالية ٢٠٠٢ الذي يسمح بإنشاء بورصات أخرى إلى جانب بورصة عمان وصندوق لحماية المستثمرين ومنح هيئة الأوراق المالية صلاحيات إضافية لتعزيز الرقابة وسيادة القانون وحول صندوق ضمان الوسطاء إلى مركز الإيداع الذي سيتولى حصر وتسجيل وتسوية وتقاص الأوراق المالية.</p>			
<p>استطاعت دولة البحرين بحكم موقعها الاستراتيجي أن تلعب دورا حيويا في تجارة الترانزيت وأن تشكل مركز جذب للشركات الأجنبية والتي سعت إلى افتتاح فروع لها لتمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير. وقد تم افتتاح أول فرع لبنك أجنبي في عام ١٩٢١. وتوالى بعد ذلك عمليات افتتاح العديد من الفروع ومكاتب التمثيل للشركات والبنوك التجارية والاستثمارية في البحرين. ويعتبر صدور المرسوم الأميري رقم (٣١) لسنة ١٩٥٦ بشأن إنشاء أول بنك وطني وهو بنك البحرين الوطني، بداية الانطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في البحرين، حيث تبعه تأسيس العديد ومن الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية والصناعية. ومع بداية الثمانينيات تم إنشاء سوق غير رسمي (سوق اللؤلؤة) لبيع وشراء الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوقا للأوراق المالية يوفر الثقة والطمأنينة، وأيضا القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة فيه وذلك لافتقاره للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق الأوراق المالية. ولتلافي هذه السلبيات تم التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) لإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق الأوراق المالية في البحرين. وبناء على النتائج الإيجابية والمشجعة لإنشاء مثل هذا السوق، صدر المرسوم بقانون رقم (٤) لسنة ١٩٨٧ والخاص بإنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم (١٣) لسنة ١٩٨٨. وبذلك تم إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسويات والمعلومات والتي في ضوئها تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ ١٧ يونيو ١٩٨٩. وفي عام ٢٠٠٢ وقع سوق البحرين للأوراق المالية مع بنك مسقط اتفاقية يتم بموجبها إدراج بنك مسقط في السوق كأول بنك عماني يدرج في البورصات الخليجية. وسيوفر الإدراج للمستثمرين البحرينيين المقيمين في البحرين فرصة لشراء أسهم البنك مباشرة من سوق البحرين للأوراق المالية.</p>	<p>سوق البحرين للأوراق المالية</p>	<p>البحرين</p>	<p>٣</p>

٤	تونس	بورصة الأوراق المالية بتونس	<p>بالأوراق المالية في تونس في عام ١٩٣٧ حيث تم إنشاء غرفة المقاصة لتسهيل عملية بيع السندات من قبل الصندوق العقاري، وكانت هذه المعاملات من مسئولية البنوك المرخصة. واستمر العمل بذلك حتى عام ١٩٤٥ حينما حل الديوان التونسي للقيم المنقولة، وهو عبارة عن جمعية من المصارف المحلية محل غرفة المقاصة، وأصبح من الضروري أن تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية عن طريق الديوان. وفي عام ١٩٦٩ صدر القانون رقم (١٣) والقاضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة والتي استمر العمل بها حوالي عشرين عاما حتى صدور القانون رقم (٤٩) لسنة ١٩٨٩ بإحداث بورصة الأوراق المالية والتي عرفها القانون بأنها مؤسسة عمومية ذات صيغة تجارية تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي، تخضع لأحكام المجلة التجارية (القانون التجاري) ويشرف عليها وزير المالية.</p>
٥	السعودية	سوق الأسهم السعودي	<p>تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية في عام ١٩٣٤. ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة في نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ والذي تزامن مع قيام الحكومة بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها، وقيامها بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة إذ تم طرح أسهمها للاكتتاب العام، حيث ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور ومن ثم نشأت الحاجة إلى تبادل تلك الأسهم فيما بينهم. ففي تلك الفترة (أواخر السبعينيات) نشأ سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب في هذا المجال، وظهر بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم، فقد صدر المرسوم رقم ٨/١٢٣٠ في ١١/٧/١٤٠٣ هـ بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية اعتبارا من غرة شهر ربيع الأول عام ١٤٠٥ هـ (الموافق ٢٣ نوفمبر ١٩٨٤) فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع يحكمه تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم</p>
٦	عمان	سوق مسقط للأوراق المالية	<p>يعتبر إنشاء شركة عمان للفنادق في عام ١٩٧١، وهي أول الشركات العمانية المساهمة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام، بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في مسقط. وقد تلى قيام هذه الشركة إنشاء العديد من الشركات المساهمة العمانية الأخرى التي بلغ عددها ٧٣ شركة قبل قيام السوق. ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة وازدياد الوعي الاستثماري ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات السوق وذلك إيمانا بأهميته ودوره الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية من مصادرها المختلفة وعلى رأسها أموال القطاع الخاص. وقد توجت الجهود التي بذلت في هذا الصدد بصدور المرسوم السلطاني رقم ٨٨/٥٤ بتاريخ ٢١ يونيو ١٩٨٨ الذي أنشئ بمقتضاه سوق مسقط للأوراق المالية لتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل فيها بيعا وشراء. وأعطى السوق شخصية اعتبارية</p>

			مستقلة لها وأهلية التصرف في أموالها وأدارتها وتباشر نشاطها وفق الأسس التجارية. وبعد أن استكملت كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة باشر سوق مسقط للأوراق المالية أعماله حيث شهدت قاعة السوق أول عملية تداول صباح يوم السبت ٢٠ مايو ١٩٨٩.
٧	الكويت	سوق الكويت للأوراق المالية	يعتبر بنك الكويت الوطني هو أول شركة مساهمة عامة يتم إنشاؤها في الكويت، حيث طرحت أسهمها للاكتتاب العام في عام ١٩٥٢، ثم أعقبه تأسيس شركة السينما الكويتية في عام ١٩٥٤، ثم الخطوط الجوية الكويتية في عام ١٩٥٨، ثم توالى تأسيس الشركات المساهمة الكويتية بعد ذلك حتى أصبحت تمثل منفذا استثماريا جديدا للأموال التي تراكمت نتيجة النشاط الاقتصادي خاصة بعد تزايد تصدير النفط. وفي بداية الأمر كان التعامل في سوق الأسهم الكويتية يتم من خلال مكاتب وسطاء العقارات وفي التجمعات الشعبية، ثم كان للقانون التجاري رقم (١٥) لسنة ١٩٦٠ الدور الأساسي في تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكنتاب فيها. ويعد هذا القانون المنظم الأول لإصدار الأوراق المالية في الكويت حيث حدد المسؤولية القانونية لكل من المصدرين والمكتتبين في الأوراق المالية. وقد شهدت فترة الستينيات تزايد تأسيس الشركات المساهمة الكويتية في مختلف مجالات النشاط الاقتصادي، وتزايد التداول بشكل ملموس، مما استدعى إصدار قانون آخر وهو القانون رقم (٣٢) لسنة ١٩٧٠ بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة، وهو أول خطوة هامة على طريق تنظيم تداول الأوراق المالية في الكويت. وتم افتتاح سوق الكويت للأوراق المالية في عام ١٩٧٧، وظل يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية التي تشكلت بالقرار الوزاري رقم (٦١) لسنة ١٩٧٦ حتى أغسطس ١٩٨٣، حيث صدر المرسوم الخاص بإعادة تنظيم السوق - نظرا للآثار التي أحدثتها أزمة سوق المناخ في عام ١٩٨٢ - وجاء في المادة رقم (١) منه بأن يتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطه وفقا لأحكام هذا المرسوم. ويتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وأدارتها وحق التقاضي. كما صدر القرار الوزاري رقم (٣٥) لسنة ١٩٨٣ بشأن اللائحة الداخلية للسوق.
٨	لبنان	بورصة بيروت للأوراق المالية	أنشئت بورصة بيروت بموجب القرار رقم ١٥٠٩ الصادر بتاريخ ٣ يوليو ١٩٢٠، واقتصر نشاطها عند نشأتها على التعامل بالذهب والعملات إلى أن ظهرت الشركات المساهمة اللبنانية في الثلاثينيات من هذا القرن ومعظمها من الشركات ذات الامتياز التي كانت تستثمر في المرافق العامة من مياه وكهرباء واتصالات ونقل وخدمات مرفئية بجانب التبغ والتتباك. وبعد اندلاع الحرب العالمية الثانية ازدهر نشاط تأسيس الشركات المساهمة وباتت إصداراتها تشكل نواة عمل البورصة، وخصوصا بعدما حظرت سلطات الانتداب التداول في الذهب والعملات. ومع تنامي هذا النشاط ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات البورصة وذلك إيمانا بأهميتها ودورها الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية. وقد توجت الجهود التي بذلت في هذا الصدد بصدور المرسوم التشريعي رقم (٣٠) بتاريخ

			١٩٨٥/٣/٢٣ (وهو القانون الحالى الذى تخضع له البورصة) الذى أعاد سوقى العملات والذهب إلى بورصة بيروت، كما استحدث سوقا للمواد الأولية والمعادن. وأدى اندلاع الحرب الأهلية إلى إغلاق البورصة لفترة ثلاثة عشر عاما، وقد أعيد افتتاحها فى الثاني والعشرين من كانون الثاني (يناير) من عام ١٩٩٦ بموجب المرسوم رقم (٧٦٦٧) بتاريخ ٢١ ديسمبر عام ١٩٩٥ والذى تم بموجبه وضع النظام الجديد لعمل البورصة.
٩	المغرب	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام ١٩٢٩ وبمبادرة من القطاع البنكى الذى كان ينظم جلسات تبادل دورية يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة. وكان يطلق على هذه المؤسسة اسم "مكتب المقاصة فى القيم المنقولة". وعند استحداث مراقبة الصرف، وضعت السلطات القوانين والنظم الأساسية لهذا المكتب، بإصدار قرار بتاريخ ١٣ يوليو ١٩٤٨ سمى المكتب بموجبه "مكتب تسعيرة القيم المنقولة". ومع حصول المغرب على الاستقلال شهدت البورصة انهيارا نتيجة تهريب رؤوس الأموال وهجرة الأجانب من المغرب. ثم صدر بعد الاستقلال مرسوم ملكى بتاريخ ١٤ نوفمبر ١٩٦٧ يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ينص على الجانب التنظيمى والقانونى والتقى لهذه المؤسسة، وقد أدخل هذا القانون تعديلات عديدة، منها توسيع الهيئات الإدارية وتقوية سلطة البورصة. وفى سبتمبر ١٩٩٣ صدر مرسوم ملكى استجابة للمتطلبات الاقتصادية والاستثمارية الجديدة أصبحت بموجبه بورصة الدار البيضاء سوقا منظما وعموميا يتم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب، ومفتوحا لكل المستثمرين سواء منهم المغاربة أو الأجانب. وقد ساهمت التعديلات التي أدخلت بموجب المرسومين المذكورين فى تطوير وتنشيط البورصة فى المغرب والنهوض بهذا القطاع وتطويره وتشجيع المدخرين والشركات على التعامل مع السوق المالى، خاصة وأن الاقتصاد المغربى أخذ اتجاها انفتاحيا على الخارج لتشجيع الاستثمار الأجنبى. وفى عام ١٩٩٦ وافقت الحكومة على تغيير بعض البنود فى قانون البورصة لمسايرة الإصلاحات الجديدة وتطور السوق
١٠	الامارات	أسواق الأسهم فى دولة الإمارات	يعتبر إنشاء عدد من الشركات المساهمة العامة فى مطلع الستينيات بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية فى دولة الإمارات العربية المتحدة. وظل السوق يعمل بصورة غير منظمة لفترة طويلة، مما أدى إلى حدوث اختلالات كبيرة نجمت عن غياب الآليات المناسبة لتحديد أسعار الأوراق المالية وانعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء، وعدم توافر الشفافية والإفصاح. ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة وازدياد الوعى الاستثمارى بدأ التفكير فى تنظيم هذا السوق بما يكفل سلامة التعامل وحماية المستثمرين وتوافر قدر كاف من الشفافية والإفصاح. وقد توجت الجهود التي بذلت فى هذا الصدد بصدور القانون الاتحادى رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ الخاص بإنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، فتم بالاستناد على ذلك تأسيس سوق دى المالى وسوق أبو ظبى للأوراق المالية. أ- سوق أبو ظبى للأوراق المالية: تم تأسيس هذا السوق بموجب القانون رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠. ويتمتع السوق بموجب هذا

			<p>القانون بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه. كما أن للسوق أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبوظبي. وقد تم افتتاح السوق بتاريخ ١٥ نوفمبر ٢٠٠٠.</p> <p>ب- سوق دبي المالي: تم تأسيس هذا السوق على أنه مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة. ويعمل السوق في مرحلته الأولى كسوق ثانوى لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات العامة والمؤسسات العامة في الدولة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق. ويمكن للأجانب الاستثمار في هذين السوقين بطريقة غير مباشرة من خلال المحافظ الاستثمارية المختلفة والتي يتم إدارتها من قبل مدراء صناديق متخصصين، حيث تجدر الإشارة إلى أن قانون الشركات في دولة الإمارات لا يسمح بتملك الأجانب لنسبة تزيد عن ٤٩% من رأسمال الشركات المساهمة العامة في الدولة.</p>
١١	قطر	سوق الدوحة للأوراق المالية	<p>يعتبر إنشاء شركة قطر الوطنية للملاحة والنقل في منتصف عام ١٩٥٧ بداية الانطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في قطر، أعقب ذلك استمرار عمليات التأسيس للشركات المساهمة القطرية موزعة على مختلف الأنشطة الاقتصادية حتى وصل عدد الشركات التي تم إدراج أسهمها على لوائح السوق ١٧ شركة. وفي غياب السوق المنظمة، كان التعامل بأسهم الشركات يتم من خلال عدد من المكاتب وشركات الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل. وانطلاقاً من الرغبة الأكيدة من السلطات المعنية في إيجاد سوق منظمة تؤدي دورها في توجيه مدخرات المواطنين نحو الاستثمار في مشاريع التنمية الاقتصادية، صدور القانون رقم (١٤) لسنة ١٩٩٥ والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، بصفته الإطار القانوني الذي يحكم عمل السوق كمؤسسة عامة تقوم بتنظيم التعامل في الأوراق المالية والإشراف عليها بما يساهم في استكمال بنية القطاع المالي في دولة قطر. وتم تشكيل لجنة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ ١٧/٧/١٩٩٦، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. وبعد استكمال كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة بأشرت سوق الدوحة للأوراق المالية العمل اعتباراً من يوم السادس والعشرين من شهر مايو عام ١٩٩٧.</p>
١٢	السودان	سوق الخرطوم للأوراق المالية	<p>استفاد السودان من تجارب الدول التي سبقته في مجال الأسواق المالية، إلا أنه يمتاز عنها بأن قانونها نص على أن تعمل البورصة فيها وفق الشريعة الإسلامية، فهي لا تسمح بأي نوع من التبادل لا يتفق مع الصيغ الإسلامية كبيع الأجل وعقود الخيار وغيرها من العقود الأخرى المشابهة. وللسوق هيئة رقابية شرعية تختص بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة. وقد بدأ التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ عام ١٩٦٢، وبعد دراسات عديدة مع مؤسسة التمويل الدولية تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية في عام ١٩٨٢، بهدف تنظيم إنشاء السوق. وفي</p>

			<p>ظل سياسة التحرير الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للانتقاد الاقتصادي (١٩٩٠-١٩٩٣)، تم تأسيس هيئة الأسواق المالية في عام ١٩٩٢. وفي عام ١٩٩٤ أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبح بموجبه السوق كيانا قانونيا مستقلا. وبدأ العمل في سوق الإصدارات في العاشر من شهر أكتوبر عام ١٩٩٤، وفي الثاني من يناير عام ١٩٩٥ تم افتتاح سوق تداول الأسهم</p>
١٣	الجزائر	بورصة الجزائر	<p>تقوم شركة إدارة بورصة القيم، شركة ذات أسهم، بإدارة سوق الأوراق المالية بالجزائر، وقد أنشئت الشركة بتاريخ ٢٥ مايو ١٩٩٧ وفقا للمرسوم التشريعي رقم (٩٣-١٠) المؤرخ في مايو ١٩٩٣، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها. وقد عكفت شركة إدارة بورصة الأوراق القيم منذ نشأتها على وضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على الأوراق المالية. واعتبارا من تاريخ ١٥ يوليو ١٩٩٨ تخلى الأعضاء المؤسسين لشركة إدارة بورصة القيم - بعض البنوك الوطنية والخاصة وشركات التأمين - عن حصصهم في رأسمال الشركة لصالح شركات متخصصة في الوساطة في الأوراق المالية. وتأخذ شركة إدارة بورصة الأوراق القيم على عاتقها القيام بمهام التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة، التنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة وتسيير نظام للتداول والتسعيرة وأيضا تنظيم عمليات المقاصة على الأوراق المالية ونشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.</p>