

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

الموضوع:

معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها

من إعداد الطالب

بوكساني رشيد

تحت إشراف

- دكتور قدي عبد المجيد

أستاذ التعليم العالي جامعة الجزائر

- دكتور براق محمد

أستاذ محاضر بالمدرسة العليا للتجارة

أعضاء لجنة المناقشة

- أ/د بوكابوس سعدون، جامعة الجزائر

- أ/د قدي عبد المجيد، جامعة الجزائر

- د/ براق محمد، المدرسة العليا للتجارة

- أ/د عمور بن حليلة، جامعة الجزائر

- د/ دبوب يوسف، جامعة الجزائر

- د/ زيدان محمد، جامعة حسيبة بن بو علي الشلف

- د/ مجيطة مسعود، جامعة الجزائر

رئيسا

مقررا رئيسيا

مقررا مساعدا

عضوا

عضوا

عضوا

عضوا

السنة الجامعية: 2006/2005

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الاهداء

أهدي هذا العمل إلى:

- من قال فيهما الله سبحانه وتعالى "واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل
ربي ارحمهما كما ربياني صغيراً".

-والذي الكريمين-

- زوجتي التي وقفت إلى جانبي وكانت سنداً لي.

- إخوتي وأخواتي وذويهم.

- كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة مشجعة في
إنجاز هذا البحث.

كلمة شكر وتقدير

لا يسعني وأنا أقدم هذا المجهود، إلا أن أشكر الله وحده على توفيقه.
وأشكر الذين كانوا وراء هذا العمل وساهموا كل من موقعه في تقديم ما يستطيع من عون، وأخص بالذكر الاستاذ الدكتور قدي عبد المجيد والدكتور براق محمد على ما قدماه من ملاحظات وأحيانا تشجيعات وحث على الاستمرار.

كما أشكر زوجتي التي وقفت معي وشجعتني على إتمام هذا البحث.
وأشكر كذلك عمال مكتبة جامعة بومرداس ومكتبة المدرسة العليا للتجارة، ومكتبة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر، ومسؤولي صندوق النقد العربي على الدوريات والمطبوعات التي تخص أسواق الأوراق المالية العربية.

كما أشكر الأستاذ الدكتور بداري كمال عميد كلية العلوم، وكذا الأمين العام لكلية الحقوق والعلوم التجارية بجامعة بومرداس، وأيضا الأستاذ بن عمار عبد القادر بالمدرسة العليا للتجارة، كما أشكر شيخي بلال على عناء رغن إخراج البحث على الحاسوب.

وأشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة قبولهم إجازة هذا العمل لهذه المرحلة، وخصص كل أستاذ وقتا لقراءة وتقييم هذا البحث.

الفهرس العام

الفهرس العام

رقم الصفحة	العنوان
I	الفهرس العام.....
XVI	قائمة الجداول.....
XVIII	قائمة الأشكال.....
أ-ح	المقدمة العامة.....
1	الباب الأول: الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية....
2	الفصل الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية.....
3	المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية.....
3	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى.....
3	1- مفهوم السوق وتصنيفاته.....
3	1-1 تعريف السوق.....
4	1-2 معايير تصنيف الأسواق.....
5	2- تعريف السوق المالية.....
6	1-2 تعريف سوق النقدية.....
6	2-2 تعريف سوق رأس المال.....
7	3- تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها.....
7	1-3 تعريف سوق الأوراق المالية.....
8	2-3 مكونات سوق الأوراق المالية.....
10	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها.....
10	1- خصائص سوق الأوراق المالية.....
11	2- وظائف سوق الأوراق المالية.....
13	المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية.....
13	1- نظام تشغيل سوق لأوراق المالية.....
14	2- المتعاملون.....
16	3- الأوامر.....
17	4- شروط الدخول إلى البورصة.....

17	.....المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
18	.....المطلب الأول: ماهية الأسهم.
18	.....1- تعريف السهم ومختلف قيمه.
18	.....1-1 تعريف السهم.
18	.....2-1 قيم السهم.
20	.....2- أنواع الأسهم وخصائص كل منها.
20	.....1-2 تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به.
21	.....2-2 تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم.
21	.....3-2 تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.
24	.....3- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم.
24	.....1-3 التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية.
24	.....2-3 التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة.
24	.....3-3 أسهم التمتع.
25	.....المطلب الثاني: ماهية السندات.
25	.....1- تعريف السندات.
26	.....2- أنواع السندات.
26	.....1-2 أنواع السندات حسب الجهة المصدرة.
26	.....2-2 أنواع السندات حسب طريقة السداد.
27	.....3-2 أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها.
27	.....4-2 أنواع السندات حسب معدل الفائدة.
27	.....5-2 أنواع السندات حسبما تحققه الشركة.
27	.....6-2 أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة.
27	.....3- خصائص واهتلاك السندات.
28	.....1-3 حقوق حاملي السندات.
28	.....1-3 خصائص السندات.
28	.....2-3 اهتلاك السندات.
29	.....4- الفرق بين الأسهم والسندات.
30	.....المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة.

30	1- تعريف المشتقات.....
30	2- أنواع المشتقات.....
30	1-2 عقود الاختيار.....
32	2-2 العقود المستقبلية.....
33	3-2 الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة.....
34	3- تعريف الأوراق المهجنة.....
34	4- أنواع الأوراق المهجنة.....
34	1-4 الأسهم الممتازة.....
35	2-4 شهادات الاستثمار.....
35	3-4 الأوراق التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي.....
35	المبحث الثالث: الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة.....
35	المطلب الأول: توفير مناخ استثماري ملائم.....
36	1- تعريف المناخ الاستثماري.....
36	2- مناخ الاستثمار وسياساته.....
38	المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية على المستوى الكلي لإنشاء سوق الأوراق المالية.....
39	1- مستويات النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته.....
40	2- الادخار.....
40	1-2 تعريف الادخار وأنواعه.....
41	2-2 أهمية الادخار.....
43	3-2 محددات الادخار.....
44	3- الدخل مستواه وهيكل توزيعه.....
45	4- سعر الفائدة تعريف والعناصر المحددة له.....
45	1-4 تعريف الفائدة.....
45	2-4 النظريات المفسرة لتحديد سعر الفائدة في السوق.....
49	3-4 العناصر المحددة لسعر الفائدة.....
50	المطلب الثالث: المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني لإنشاء سوق الأوراق المالية..
50	1- قانون الشركات.....

52	2- قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها.....
52	2-1 نوعية وطبيعة الأوراق المالية.....
53	2-2 الإفصاح المالي وإشهار المعلومات.....
54	2-3 الأحكام المتعلقة بالوسطاء.....
55	2-4 تعليمات تداول الأوراق المالية.....
55	2-5 تعليمات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها.....
55	2-6 المخالفات والعقوبات.....
55	3- القوانين والأنظمة الضريبية.....
55	4- التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي.....
56	5- قانون الخوصصة.....
57	المطلب الرابع: شركات المساهمة والجهاز المصرفي ودورهم في إنشاء سوق الأوراق المالية....
57	1- كثرة شركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية وتوفر المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى...
57	2- الجهاز المصرفي ودوره في إنشاء سوق الأوراق المالية.....
57	2-1 تصنيفات البنوك.....
58	2-2 دور البنوك في إنشاء وتنشيط سوق الأوراق المالية.....
60	خلاصة الفصل الأول.....
61	الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية: كفاءتها، مؤشراتنا وأثر العولمة عليها...
62	المبحث الأول: فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية.....
62	المطلب الأول: نظام المعلومات وأهميته.....
62	1- تعريف نظام المعلومات وعناصره.....
62	1-1 تعريف المعلومة.....
63	1-2 تعريف نظام المعلومات.....
63	1-3 عناصر نظام المعلومات.....
64	1-4 مصادر المعلومات.....
64	2- خصائص نظام المعلومات وأنواعه.....
64	2-1 خصائص نظام المعلومات.....
65	2-2 أنواع نظام المعلومات.....
66	3- الجهات المهتمة بالمعلومات.....
66	3-1 المقرضون.....
67	3-2 المستثمرون.....

67	.....3-3 الإدارة
68	.....4-3 الجهات الحكومية
68	.....5-3 مراقبي الحسابات
68	.....المطلب الثاني: تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية
68	.....1- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية
70	.....2- متطلبات كفاءة أسواق الأوراق
70	.....1-2 كفاءة التسعير
70	.....2-2 كفاءة التشغيل
72	.....3- المعلومات وأسواق الأوراق المالية
73	.....المطلب الثالث: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية
74	.....1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق
74	.....2- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق
74	.....3- الصيغة القوية لكفاءة السوق
75	.....المبحث الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية
75	.....المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية
75	.....1- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها
75	.....1-1 تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية
76	.....2-1 استخدامات المؤشرات في أسواق الأوراق المالية
77	.....2- بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية
77	.....1-2 مؤشر حجم سوق الأوراق المالية
78	.....2-2 السيولة
78	.....3-2 تقلبات العوائد
78	.....4-2 درجة تركيز السوق
78	.....3- المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية
78	.....1-3 حجم العينة وملاءمتها
78	.....2-3 الأوزان النسبية لمفردات العينة
80	.....المطلب الثاني: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية
80	.....1- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية
80	.....1-1 مؤشر داو جونز الصناعي
81	.....2-1 مؤشر ستاندر أندبور

83	.....2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان
83	.....1-2 مؤشر نيكاي nikkei
83	.....2-2 مؤشر توبيكس TOPIX
84	.....3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا
84	.....1-3 مؤشر كاك cac لكافة الأسهم
84	.....2-3 مؤشر كاك cac40
84	.....4- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا
85	.....1-4 مؤشر الفاينانشل تايمز ال 100
85	.....2-4 مؤشر الفاينانشل لكثافة الأسهم
85	.....1-4 مؤشر الفاينانشل تايمز ال 30
86	.....المبحث الثالث: عولمة أسواق الأوراق المالية وانعكاساتها
86	.....المطلب الأول: ماهية العولمة
87	.....1- تعريف العولمة
87	.....1-1 العولمة لغة
88	.....2-1 العولمة اصطلاحا
88	.....2- التطور التاريخي للعولمة
91	.....3- العولمة أنواعها وأهدافها
91	.....1-3 أنواع العولمة
93	.....2-3 أهداف العولمة
94	.....المطلب الثاني: العولمة المالية
94	.....1- مفهوم العولمة المالية ومظاهرها
95	.....2- التحرر المالي وعوامل اندماج أسواق الأوراق المالية المتقدمة
96	.....3- المخاطر الناجمة عن عولمة أسواق الأوراق المالية
97	.....1-3 المخاطر الناجمة عن تقلبات الفجائية لرأس المال
97	.....2-3 مخاطر هروب الأموال لوطنية إلى الخارج
98	.....المطلب الثالث: مؤشر العولمة وانعكاساته على الأسواق الأوراق المالية
98	.....1- مؤشر العولمة
102	.....2- مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية
102	.....1-2 الترابط بين البورصات
102	.....2-2 عولمة الأسهم والسندات

103	.....3-2 تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في أسواق الأوراق المالية.....
104	.....خلاصة الفصل الثاني.....
105	.....الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما وأسواق الأوراق المالية الناشئة.....
106	.....المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في الدول الأكثر تقدما.....
106	.....المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية.....
107	.....1- بورصة نيويورك للأسهم.....
109	.....2- البورصات الأمريكية.....
109	.....المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية في الدول الأوروبية.....
110	.....1- سوق الأوراق المالية في بريطانيا.....
110	.....1-1- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في بريطانيا.....
110	.....1-2- تعريف سوق الأوراق المالية البريطانية.....
111	.....1-3- أنواع الإصدارات من الأوراق المالية في بريطانيا.....
112	.....2- سوق الأوراق المالية في ألمانيا.....
112	.....1-2- خصائص سوق الأوراق المالية في ألمانيا.....
113	.....2-2- أشكال البورصات في ألمانيا.....
113	.....3- سوق الأوراق المالية في فرنسا.....
113	.....1-3- تعريف سوق الأوراق المالية في فرنسا.....
114	.....2-3- تدابير تدويل أسواق المال الفرنسية.....
115	.....المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في اليابان.....
115	.....1- نشأة بورصة اليابان وخصائصها.....
116	.....2- تدويل السوق المالي اليابانية.....
118	.....المطلب الرابع: التحالفات بين أسواق الأوراق المالية الدولية.....
118	.....1- الاتحاد الدولي للأسواق الأوراق المالية.....
119	.....2- اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية.....
120	.....3- اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية.....
121	.....4- اتحاد جنوب آسيا للأسواق الأوراق المالية.....
122	.....المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
122	.....المطلب الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة، مراحل تطورها ومحددات نموها....
122	.....1- تعريف الأسواق الناشئة وتصنيفاتها.....
122	.....1-1- تعريف الأسواق الناشئة.....
124	.....1-2- تصنيف الأسواق الناشئة.....

125	.....2- مراحل تطور الأسواق الناشئة.
126	.....3- محددات نمو الأسواق الناشئة.
127	.....1-3 عوامل خارجية.
128	.....2-3 عوامل داخلية.
130	.....المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة.
131	.....1- الخطر والمردودية.
132	.....2- سيولة السوق ودرجة تركزه.
132	.....3- تنظيم السوق.
133	.....4- المنتجات المالية المتداولة.
134	.....5- بعض الخصائص الأساسية الأخرى للأسواق الناشئة.
135	.....المبحث الثالث: الأزمات المالية.
135	.....المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية.
135	.....1- الأزمة المالية تعريفها وخصائصها.
135	.....1-1 تعريف الأزمة.
136	.....2-1 خصائص الأزمات.
137	.....2- أسباب الأزمات المالية.
137	.....1-2 عدم استقرار الاقتصاد الكلي.
138	.....2-2 اضطرابات القطاع المالي.
140	.....3-2 تشوه نظام الحوافز.
140	.....4-2 سياسات سعر الصرف.
140	.....3- الأزمات المالية وأوجه القصور في البورصات.
142	.....المطلب الثاني: عرض بعض الأزمات البورصية.
142	.....1- أزمة 1929.
143	.....1-1 أسباب أزمة 1929.
143	.....2-1 خصائص ونتائج أزمة 1929.
144	.....2- أزمة البورصات 1987.
144	.....1-2 التعريف بأزمة 1987.
146	.....2-2 الأسباب الرئيسية لأزمة 1987.
146	.....3-2 نتائج أزمة 1987.
147	.....3- بعض أزمات التسعينات.

147	..... 1-3 أزمة المكسيك
149	..... 2-3 أزمة تايلاندا
151	..... خلاصة الفصل الثالث
152	..... خلاصة الباب الأول
153	الباب الثاني: واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها....
154	الفصل الرابع: واقع أسواق الأوراق المالية العربية.....
155	.....المبحث الأول: واقع الاقتصاديات العربية.....
156	.....المطلب الأول: سمات وخصائص الاقتصاد العربي.....
156	.....1- طبيعة النظام الاقتصادي المتبع.....
156	.....2- برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية.....
157	.....3- درجة الانفتاح على الخارج.....
158	.....4- اعتماد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي للنشاط الاقتصادي.....
158	.....5- هيكل صادرات وواردات الدول العربية.....
159	.....المطلب الثاني: موقع الدول العربية في المؤشرات الاقتصادية الدولية.....
159	.....1- وضع الدول العربية في المؤشرات الدولية.....
159	.....1-1 مؤشر الحرية الاقتصادية.....
160	.....1-2 مؤشر الثلاثي المركب لقياس ثروة الأسهم للاقتصاديات الناهضة.....
160	.....1-3 مؤشر التنافسية العالمية.....
161	.....1-4 مؤشر التنمية البشرية.....
162	.....1-5 مؤشر المركب للمخاطر القطرية.....
164	.....2- تحليل المؤشرات الاقتصادية لمناخ الاستثمار في الدول العربية.....
164	.....1-2 النمو الاقتصادي.....
166	.....2-2 فائض أو عجز الميزان (التوازن الداخلي).....
167	.....2-3 مؤشر سياسة التوازن الخارجي.....
168	.....2-4 مؤشر السياسة النقدية.....
170	.....2-5 أسعار الصرف.....
171	.....المطلب الثالث: الاقتصاديات العربية والدروس المستفادة من الأزمات المالية في الأسواق الناشئة....
174	.....المبحث الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية لعربية.....
174	.....المطلب الأول: بورصات دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية.....
174	.....1- السوق السعودي للأوراق المالية.....
174	.....1-1 المراحل التي مر بها سوق الأسهم السعودي.....

175	.....2-1 الشروط ومتطلبات الإدراج
175	.....2- سوق البحرين للأوراق المالية
176	.....1-2 نشأة وتطور سوق البحرين للأوراق المالية
177	.....2-2 إدارة سوق البحرين للأوراق المالية
177	.....3-2 الإطار التشريعي والمؤسسي
177	.....4-2 الشروط الواجب توافرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة
178	.....3- سوق الكويت للأوراق المالية
178	.....1-3 الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية
178	.....2-3 إدارة السوق
179	.....3-3 عضوية السوق
179	.....4-3 لجنة التحكيم
180	.....5-3 لجنة التأديب
180	.....4- سوق الإمارات العربية
180	.....1-4 إنشاء السوق وإدارته
181	.....2-4 الوسطاء
181	.....3-4 المقاصة والتسويات ونقل الملكية والحفظ
181	.....4-4 الإفصاح والشفافية
182	.....المطلب الثاني: بورصات دول العجز المالي والحرية الاقتصادية
182	.....1- بورصة عمان (الأردن)
182	.....2-1 نشأة بورصة عمان
182	.....2-1 الإطار التشريعي لبورصة عمان
183	.....3-1 شروط الإدراج في بورصة عمان
183	.....2- الهيئة العامة لسوق المال بمصر
183	.....1-2 المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر
184	.....2-2 الإطار التنظيمي للبورصة المصرية
186	.....3- بورصة الدار البيضاء (المغرب)
186	.....1-3 نشأة بورصة الدار البيضاء
186	.....2-3 الإصلاحات التي عرفتتها بورصة الدار البيضاء
187	.....4- بورصة تونس
187	.....1-4 الهيئات المنظمة لبورصة تونس
188	.....2-4 شروط الإدراج في البورصة

188	.....3-4 مميزات الاستثمار في بورصة تونس.....
189	المطلب الثالث: البورصات القائمة والبورصات التي هي بصدد الإنشاء والتكوين في الدول
189	.....التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية.....
189	1- بورصة الجزائر.....
189	1-1 المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر.....
190	1-2 الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر.....
191	1-3 شروط الإدراج في بورصة الجزائر.....
191	2- مشروع إقامة سوق مالية في اليمن.....
194	المبحث الثالث: تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 1999-2003.....
194	المطلب الأول: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال 1999-2003.....
194	1- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 1999.....
194	1-1 تعزيز الدور الرقابي للسوق.....
195	1-2 تعزيز الشفافية والإفصاح.....
196	1-3 دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية.....
196	1-4 تشجيع الاستثمار الأجنبي.....
197	1-5 تعديل الأنظمة الضريبية ومكننة أنظمة التداول.....
197	1-6 برامج الخصخصة في البلدان العربية.....
197	2- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2000.....
198	1-2 تطورات تشريعية وتنظيمية.....
198	2-2 تحديث أنظمة التداول.....
198	2-3 أنظمة التسوية والحفظ المركزي.....
198	2-4 تطور نشاط الوساطة.....
199	3- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2001.....
199	1-3 الإطار التشريعي والتنظيمي.....
200	2-3 أنظمة التداول.....
200	3-3 زيادة الأدوات الاستثمارية.....
200	3-4 عمليات الخصخصة.....
201	4- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002.....
201	1-4 الإطار التشريعي والتنظيمي.....
201	2-4 أنظمة التداول والمقاصة والتسوية.....
201	3-4 مجال الخصخصة.....
203	5- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2003.....
203	1-5 في مجال الإفصاح.....

203	.....2-5 في مجال الوساطة المالية.....
203	.....3-5 في مجال الخوصصة.....
204	.....المطلب الثاني: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 1999-2003.....
207	.....1- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 1999.....
209	.....2- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000.....
210	.....3- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2001.....
212	.....4- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2002.....
213	.....5- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2003.....
215	.....خلاصة الفصل الرابع.....
216	.....الفصل الخامس: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية
218	.....المبحث الأول: معوقات تنظيمية وغياب الربط بين الأسواق الأوراق المالية العربية.....
219	.....المطلب الأول: معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية.....
224	.....المطلب الثاني: قصور آليات العمل بأسواق الأوراق المالية العربية.....
226	.....المطلب الثالث: عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.....
226	.....1- قيود معلوماتية.....
226	.....2- قيود تنظيمية.....
228	.....المبحث الثاني: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي.....
228	.....المطلب الأول: ضيق نطاق السوق.....
229	.....1- القيمة السوقية.....
229	.....2- عدد الشركات المدرجة في البورصة.....
230	.....3- قيمة الأسهم المتداولة.....
230	.....4- عدد الأسهم المتداولة.....
231	.....المطلب الثاني: ضالة الطلب والعرض.....
231	.....1- انخفاض معدلات الادخار.....
232	.....2- انخفاض العائد.....
232	.....3- ارتفاع سعر الفائدة.....
233	.....4- عدم ملائمة النظام الجبائي.....
233	.....5- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات.....
233	.....6- ضالة الانفتاح على الخارج.....

234	.....7- ضعف الفرص المتاحة للتتويج.....
234	.....8- ضعف السيولة.....
234	.....9- تقلبات الشديدة في الأسعار.....
234	.....10- ارتفاع درجة تركيز التداول.....
235	.....المطلب الثالث: مشكلة هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج.....
235	.....1- الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج.....
236	.....2- أسباب هروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج مخاطرها.....
237	.....1-2 أسباب خارجية.....
238	.....2-2 أسباب داخلية.....
239	.....3- مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية.....
240	.....4- الآليات المقترحة لتوطين وعودة الأموال العربية بالخارج والحد من هجرتها.....
241	.....المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر.....
241	.....المطلب الأول: المعوقات السياسية، القانونية والثقافية.....
241	.....1- المعوقات السياسية.....
241	.....2- المعوقات القانونية.....
243	.....3- المعوقات الثقافية.....
243	.....المطلب الثاني: المعوقات الاقتصادية.....
243	.....1- عائق الخصوصية.....
244	.....1-1- معوقات خاصة بالمؤسسات القابلة للخصوصية.....
245	.....1-2- معوقات مرتبطة بمحيط المؤسسات القابلة للخصوصية.....
246	.....2- معدل التضخم.....
248	.....3- الاقتصاد الموازي.....
248	.....4- ضعف الحوافز الجبائية.....
249	.....5- ضعف الإفصاح والشفافية.....
249	.....6- طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر.....
251	.....7- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر.....
252	.....خلاصة الفصل الخامس.....
253	.....الفصل السادس: تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها.....
254	.....المبحث الأول: إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.....
254	.....المطلب الأول: مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية.....
255	.....1-برنامج عمل الصندوق في مجال أسواق الأوراق المالية العربية.....
256	.....1-1 المسوحات والدراسات الميدانية.....
256	.....1-2الدراسات والندوات.....
257	.....1-3 قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية.....

259	.....4-1 تقييم الملاءة الائتمانية.....
260	.....2- جهود الإصلاح الاقتصادي وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية.....
261	.....1-2 تعزيز الدور الرقابي لسوق.....
261	.....2-2 تعزيز الشفافية والإفصاح.....
262	.....3-2 تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية.....
263	.....4-2 تشجيع الاستثمار الأجنبي.....
236	.....5-2 تعديل الأنظمة الضريبية.....
264	.....6-2 مكننة أنظمة التداول.....
264	المطلب الثاني: عرض الدراسة المصرية في تفعيل سوقها للأوراق المالية.....
264	.....1- عناصر تنمية الطلب على الأوراق المالية.....
264	.....1-1 زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية.....
265	.....2-1 تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد.....
265	.....3-1 الطلب من قبل المؤسسات غير البنكية.....
265	.....4-1 عناصر ضرورية لتشجيع الطلب الأجنبي وتحقيق استقرار السوق.....
266	.....2- الجوانب الأخرى الموازية لتنمية الطلب.....
266	.....1-2 استكمال برنامج الخصخصة.....
267	.....2-2 استمرار مظاهر التدخل الإداري في آليات السوق.....
267	.....3-2 الرقابة والتدخل بين السلطات.....
268	.....4-2 الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.....
268	.....5-2 مشكلات البنية الأساسية للسوق.....
269	.....6-2 مشكلات تخص الكوادر البشرية.....
269	.....2- 7 قواعد القيد والإصدار.....
269	.....2- 8 الرقابة على أداء الشركات.....
270	.....3 مشكلات تتعلق بجانب العرض وأدواته.....
270	.....3-1 عرض الأسهم.....
271	.....3-2 عرض السندات.....
272	المطلب الثالث: اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر.....
272	.....1- اقتراحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي.....
274	.....2- اقتراحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي.....
278	.....3- اقتراحات مرتبطة بالجانب الاجتماعي والثقافي.....
279	المبحث الثاني: ربط أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلباتها التقنية.....

279	المطلب الأول: تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط الأسواق المالية...
280	1- قوانين وأنظمة أسواق الأوراق المالية
280	1-1 الإدارة والهيكل المؤسسي.....
281	1-2 العضوية.....
282	1-3 متطلبات الإدراج في أسواق الأوراق المالية.....
286	1-4 الإفصاح المالي.....
288	1-5 إجراءات التداول والتسعير.....
289	2- قوانين الشركات.....
290	3- القوانين والأنظمة الأخرى ذات الصلة بسوق الأوراق المالية.....
292	المطلب الثاني: البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية العربية.....
292	1- نظام التداول.....
292	2- نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية.....
292	3- المقاصة و التسوية.....
294	4- نشر المعلومات
295	المطلب الثالث: اتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.....
295	1- تطور اتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية منذ 1999.....
296	2- تقييم الباحث لجهود الربط الثنائي والمتعدد الأطراف لأسواق الأوراق المالية العربية..
297	3- الجهود الجارية صوب ربط الأسواق المالية العربية.....
299	4- متطلبات أخرى للربط والتعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية.....
301	خلاصة الفصل السادس.....
302	خلاصة الباب الثاني.....
303	الخاتمة العامة.....
312	قائمة المراجع.....
	الملاحق.....

قائمة الجداول

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	مقارنة بين الأسهم والسندات	29
2	مصادر الطلب والعرض على الأموال القابلة للاقتراض	46
3	مواصفات الأنظمة الفرعية للوحدة الاقتصادية	65
4	معاملات الارتباط بين أسواق المال العالمية وبين مؤشر ستندر أندبور 500 1990-1995.	82
5	مقارنة بعض المؤشرات الأمريكية المعروفة	83
6	المؤشرات البورصية اليابانية المعروفة	84
7	المؤشرات البورصية البريطانية المعروفة	86
8	مؤشر العولمة للأعوام (2001-2002-2003)	99
9	تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1926-1938	142
10	نسب التغيير في قيم المؤشرات 22 دولة خلال عام 1987 وخلال أكتوبر من نفس العام.	145
11	خسائر الثروات على اثر انهيار الأسعار البورصات في شهر أكتوبر 1987	147
12	مؤشر تقويم المخاطر السياسية (الحد الأقصى: 100 نقطة)	162
13	مؤشر تقويم المخاطر المالية (الحد الأقصى 50 نقطة)	163
14	مؤشر تقويم المخاطر الاقتصادية (الحد الأقصى 50 نقطة)	163
15	معدل النمو الحقيقي لنتائج المحلي للإجمالي (%) للدول العربية	165
16	مؤشر سياسة فائض أو عجز الميزانية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	166
17	مؤشر سياسة التوازن الخارجي	167
18	مؤشر السياسة النقدية (التضخم).	169
19	أسعار صرف في الدول العربية لعامي 2003-2004	170
20	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1994-1999	209
21	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2000	210
22	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2000-2001	212
23	المؤشرات الأساسية للأسواق المالية العربية التي تعكس صغر محدودية حجم هذه الأسواق 1994 - 2004	229

تابع لقائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
232	نسبة الادخار إلى إجمالي الناتج المحلي في الدول العربية 1972-2003	24
247	تطور النمو السنوي للكتلة النقدية في الجزائر	25
247	تطور معدل التضخم في الجزائر خلال سنوات 1999 - 2004	26
250	طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر	27
251	عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية لعامي 2003-2004	28

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
37	مناخ الاستثمار وسياساته	1
47	تحديد سعر الفائدة في السوق وفقا للنظرية التقليدية	2
48	سعر الفائدة في السوق وفق النظرية الحديثة	3
49	العلاقة بين سعر الفائدة والتضخم في الأجل الطويل	4
63	معلومات التغذية العكسية	5
73	المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم	6

المقدمة العامة

المقدمة العامة

1- أهمية البحث وسبب اختيار الموضوع

1-1 أهمية البحث

يرجع تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية إلى عهد الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، وفي العصور الوسطى اعتبرت كل من بروج وأنفيرز وليون وأمستردام ولندن مراكز مالية مهمة، حيث قامت فيها "البورصات" إلى جانب الأسواق التجارية وتم التبادل فيها على السلع والنقود والحوالات وأسهم الشركات التجارية. ومن المعروف أن نشأة وظهور أسواق الأوراق المالية ارتبط بمجيء وتطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه السوق بهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي.

ومن ذلك الحين الذي يمتد زمنيا لعدة قرون، لعبت هذه السوق دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال للفوائض التي تتحقق لدى المدخرين بما يفوق احتياجاتهم الاستثمارية. ومع استمرارية تطوير الاقتصاد الرأسمالي وتعاضم قدراته الإنتاجية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وتزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المتاحة فقد تزايدت أهمية أسواق الأوراق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة، الأمر الذي كان له أثره المباشر أيضا بالنسبة لسائر البلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية وتنطلق لبناء اقتصاد متطور ومزدهر على قاعدة نظام الحرية الاقتصادية.

واهتمت الدول العربية على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير وترباط أسواق الأوراق المالية نظرا للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية، فنقلت اهتمامها بموضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق وأقامت سوقا خاصة لتداول الأوراق المالية بعد أن هيأت لها شروطا معينة حتى تكفل نجاحها ومع ذلك فإن هذه السوق قد تكون ناجحة وفاعلة، كما يمكن أن تكون هامشية، ويمكن أيضا أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلا من تعبئتها وتأمين كفاءة استخدامها.

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

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

- تساهم أسواق الأوراق المالية في تنمية الموارد الادخارية، وتحريكها نحو فرص الاستثمارات المتاحة وتوظيفها في إقامة مشاريع تنموية كبيرة وتقليل حاجة تلك الدول إلى التمويل الخارجي.
- تأسيس سوق أوراق مالية تقوم على توفر مقومات قيام تلك السوق، وتوفير الشروط والأطر التشريعية والتنظيمية والمناخ الاقتصادي والسياسي.
- يعد إنشاء أسواق الأوراق المالية بالدول العربية تأكيداً على تعاضم الاهتمام بهذا النوع من الأسواق، خاصة وأن أغلب الدول العربية تسير في اتجاه العولمة والانفتاح الذي يقتضي تقليص دور الدولة، مما يستلزم خصوصية القطاع العام عن طريق أسواق الأوراق المالية فعالة.
- يتوقف نجاح الربط بين أسواق الأوراق المالية على نجاح السوق المالية على المستوى المحلي، ثم التفكير في المرحلة الثانية في التعاون والترابط فيما بين أسواق الأوراق المالية العربية.
- وعلى هذا الأساس، تأخذ هذه الدراسة أهميتها حيث جاءت لمعالجة معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، وهذا من خلال إبراز مختلف المعوقات التي تقف أمام تطور وربط أسواق الأوراق المالية العربية ومحاولة اقتراح حلول للنهوض بها.

1-2- سبب اختيار الموضوع

- من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع البحث والذي جاء تحت عنوان: "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" يمكن تلخيصها في النقاط الآتية :
- محاولة تقديم، من خلال هذه الدراسة، رؤية معمقة حول الأسس النظرية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية، حتى يتم تقديم بعض الحلول التي تعتبر إسهاماً في تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.
- البحث والكشف في واقع الاقتصاد العربي الذي يعاني من هجرة رؤوس الأموال خارجها وهذا ما يخالف ما جاء في الاتفاقية الموحدة لاستثمار رؤوس الأموال العربية في الدول العربية في مؤتمر القمة العربية الحادية عشر عام 1980 أين وقعت خمسة عشر دولة عربية عليها ثم انضمت إليها ليبيا عام 1982 ثم فلسطين عام 1983 وأخيراً مصر عام 1992.
- يتميز أداء البورصات العربية بالتفاوت أحياناً والتماثل أحياناً أخرى، وعلى الرغم من حداثة نشأة بعض أسواق الأوراق المالية العربية وبالرغم من التطورات التي شهدتها، إلا أن لهذه الأسواق جميعها سمة أساسية تتمثل في كونها أسواقاً نامية مازالت تقتقر إلى التقاليد الاستثمارية الرشيدة .
- بالرغم من أن بعض البورصات العربية قامت على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، لكن أداءها يكشف أنها تواجه مجموعة من المعوقات التي ساهمت بتعقيد وضعها الراهن.
- رغم أن معظم الدول العربية تحتوي على أسواق أوراق مالية منظمة إلا أن الواقع الاقتصادي لهذه الدول يشير إلى أن القوانين المنظمة للأسواق الأولية والثانوية لا تساير الواقع الاقتصادي.

2- أهداف البحث

مما سبق ذكره، يمكن بلورة أهداف البحث في النقاط الآتية:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية.
- محاولة البحث في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها.
- محاولة البحث في التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية من جهة، وتطوراتها وأدائها من جهة أخرى، والوقوف على اقتصادياتها وذلك بهدف الوقوف على معوقات تطور أسواق الأوراق المالية.
- الرغبة في تقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية.

3- إشكالية الدراسة

يعتبر وجود سوق أوراق مالية قادر على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار، والدول العربية كغيرها من الدول النامية تتطلع إلى تحديث وتعميق وتقوية هذه السوق، رغم الإصلاحات الكبيرة التي قامت بها الدول العربية على مستوى أسواقها فإن نقاط الضعف عديدة، ولا زالت قائمة من جهة وتحديات التي تواجهها البلدان العربية كبيرة فهناك تحديات مصدرها التطورات التي ترتبط بالأسواق العالمية والتغيرات التقنية الباهرة وهناك ظروف تتصل بالبلدان العربية وأوضاعها، إذ قامت هذه الأخيرة بعدة إصلاحات فرادى بالإضافة إلى جهود التعاون والترابط بينها من أجل تطوير سوقها للأوراق المالية، إلا أنها مازالت لم تصل حتى إلى مصاف الأسواق الناشئة.

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

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

ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟
ومن خلال هذه الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الجزئية الآتية :

- ما هي الجوانب النظرية والفنية لإقامة أسواق أوراق مالية ؟
- ما هي أهم المراكز الدولية لأسواق الأوراق المالية، وما علاقتها بالأزمات المالية والعولمة؟
- ما هو واقع أسواق الأوراق المالية العربية؟
- ما هي المعوقات التي تقف في وجه أسواق الأوراق المالية العربية؟
- ما هي إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية ؟

4-فرضيات البحث

- في هذا الإطار يمكن وضع الفرضيات الموالية:
- يمكن للتشريعات واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية أن تنشئ سوقا ماليا فعالا.
 - يعود تخلف أسواق الأوراق المالية العربية إلى حداثة نشأتها مما يتطلب فترة زمنية متوسطة أو طويلة لاستكمال بناء أطرها التشريعية والتنظيمية.
 - تتوقف عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية إلى عدم توفر المعلومات.
 - يعود عدم الترابط بين أسواق الأوراق المالية العربية إلى كثرة التشريعات واللوائح المنظمة لسوق الأوراق المالية العربية.

5-الدراسات السابقة

- وفي حدود علم الباحث تم تناول موضوع معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها في الرسائل التالية:
- محفوظ جبار:البورصة، التسيير والخصوصية المؤسسات العمومية- دراسة حالة إتحاد المغرب العربي - عبارة عن رسالة دكتوراه دولة مقدمة بمعهد العلوم الاقتصادية بجامعة فرحات عباس- سطيف-سنة 1997 حيث تدور إشكالية هذا البحث حول مدى كفاية خصوصية المؤسسات العمومية المغربية وتدعيم رأس مالها الخاص بطريقة شفافة، كما هو الحال عند تسجيلها في البورصة.
 - وقد قسم الباحث رسالته إلى قسمين،حيث يتناول القسم الأول القاعدة النظرية للموضوع من خلال الأبواب الثلاثة الأولى، فتناول الباب الأول عموميات حول البورصة،أما الباب الثاني فاختص بتنظيم وإدارة وتقنيات البورصة أما الباب الثالث فتناول كل من الخصوصية والتسيير.
 - أما القسم الثاني وهو نفسه الباب الرابع والأخير، والذي عنونه دراسة حالة إتحاد المغرب العربي، حيث تناول فيه لمحة عن دول إتحاد المغرب العربي وبعدها درس كل من حالة المملكة المغربية وحالة الجمهورية التونسية وأخيرا حالة الجزائر.

من خلال عناصر الموضوع نجد أن أسباب الخوصصة وأهدافها تختلف من دولة لأخرى داخل اتحاد المغرب العربي، حيث نجد أن أسباب الخوصصة في تونس هو تنشيط السوق المالية عن طريق بيع الكثير من الشركات المعروضة للبيع بأسعار منخفضة و هذه الشركات تنتمي إلى قطاع يتميز بنمو كبير، أما في المغرب من الأسباب التي دفعت إلى الخوصصة صعوبة الرقبة على الشركات المنتشرة عبر أرجاء المملكة المغربية من طرف المفتشية المالية وتسجيل خسائر متتالية للشركات العمومية.

وفي الأخير خلص الباحث أنه هناك تفاوت وتباين في سياسة الخوصصة مما صعب عملية الربط بين البورصات في كل من تونس ، الجزائر والمغرب إلا أننا نعتقد أن الخوصصة ليست وحدها العائق في الربط بين البورصات لدول الإتحاد المغاربي بل هناك معوقات أخرى سوف نحاول البحث فيها من خلال بحثنا.

- وليد أحمد الصافي: الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق، وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر سنة 2003 حيث تدور إشكالية هذا البحث حول: هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرين العرب من توظيف مدخراتها المالية الموظفة في الخارج والتي منيت بخسائر وهزات كلما تعرضت الأسواق المستقطبة لها لهزات عنيفة أو شديدة الوقوع؟

وإلى أي مرحلة وصلت لها الأسواق المالية العربية من الإصلاحات والتطور لكي تستطيع ليس فقط من استرجاع وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج بل واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، ومناقشة أسواق المال الناشئة في هذا المضمار؟

وما هو الدور الذي يمكن للمصارف والمؤسسات العربية التي لها علاقة بأسواق المال لعبه من أجل تنشيط الأسواق المالية العربية؟

وقد قسم الباحث رسالته إلى خمسة فصول رئيسية:

حيث خصص الفصل الأول للمبادئ والمفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية، حيث تناول فيه أهمية ووظائف البورصة، الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي، أقسام السوق المالي وكفاءته ووسطاء السوق المالي.

أما الفصل الثاني تناول فيه المراكز المالية الدولية حيث تعرض فيه إلى أساليب الربط بين البورصات ومستحدثات الأسواق من الأدوات المالية.

وفي الفصل الثالث تطرق إلى الأزمات المالية الدولية حيث تعرض إلى أزمة الكساد الكبير 1929 وكذا أزمة الاثنين الأسود 1987، بالإضافة إلى أزمة سوق الأوراق المالية في الكويت وأزمة المكسيك وأخيرا الأزمة المالية الآسيوية.

ثم في الفصل الرابع تناول واقع الأسواق المالية العربية، حيث تضمن النشأة التاريخية لأسواق رأس المال العربية ونظم وتشريعات البورصات العربية وفي الأخير عرض خصائص ومعوقات الربط بين البورصات.

والفصل الخامس والأخير الذي جاء بعنوان بعض الإسهامات لتنشيط البورصات العربية حيث نتناول فيه الأدوات المالية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية كما تناول دور المصارف العربية والبنوك المركزية في تنشيط البورصات العربية، وأخيرا تناول تجربة ربط البورصات العربية من خلال الاتفاقية الثلاثية بين أسواق الكويت، لبنان ومصر.

توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجهه عدة عوائق حالت دون تحققه ونحن متفقون معه في هذه النقطة لكن الاختلاف كان في النتيجة التي توصل إليها هو أن تطور الأسواق المالية العربية مرتبط بتطور أسواق السلع والخدمات وحجم المبادلات حيث يرى أنه هناك ارتباط وثيق بين السوقين ونحن نرى أن الحل ليس ترابط بين السوقين وإنما في إصلاح أوجه القصور المتمثلة في جانب توحيد التشريعات والتنظيمات، توسيع نطاق السوق، إزالة كافة الاضطرابات في سياسات الاقتصادية المتبعة وتوفير مناخ الاستثمار الملائم. إذ في المرحلة الأولى يتم تكوين سوق مالي ناشئ ثم تأتي عملية التكامل بين البورصات العربية الذي تهدف إلى تنمية آفاق التعاون بين البورصات العربية وتذليل العقبات أمام انسياب الاستثمارات والأموال العربية فيما بينها، وهذا يؤدي إلى إقامة سوق مال عربية تعمل على تجميع مدخرات الأفراد وإعادة استثمارها في المنطقة العربية بما يضمن تمويل خطط التنمية الاقتصادية المطروحة في الوطن العربي.

6- مساهمة الباحث

تعددت معوقات تطوير أسواق الأوراق المالية العربية وأخذت اتجاهات عديدة تراوحت بين أسباب مرتبطة بالسوق في حد ذاته، وأخرى بالمحيط الذي تنشط فيه كالأطر التشريعية والتنظيمية وأسباب اقتصادية، سياسية، ثقافية ودينية التي حالت دون الترابط بين أسواق الأوراق المالية الذي أصبح ضرورة ملحة في ظل العولمة .

مما سبق ذكره فإن مساهمة هذا البحث تتمثل أساسا فيما يلي:

- توضيح الأسس الواجب توفرها لإقامة أسواق الأوراق المالية لأداء الدور المنوط لها والمتمثل أساسا في تنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات وجذب الاستثمار الأجنبي عن طريق الأدوات المالية التقليدية والمشتقات.

- الإحاطة بواقع أسواق الأوراق المالية من خلال أدائها وتطوراتها خلال سنوات 1999 إلى 2003 بغية اكتشاف معوقاتها التي حالت دون تطويرها على المستوى المحلي

- محاولة عرض مساهمة صندوق النقد العربي في مجال تطوير أسواق الأوراق المالية العربية عملا بنص المادة الرابعة المتعلقة باتفاقية إنشائه، أن من بين الأهداف التي يسعى الصندوق لتحقيقها هو تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، وعرض المساهمة المصرية التي تهدف إلى تحضير الطلب في البورصة المصرية من أجل تفعيلها.

- توضيح الأسس الواجب توفرها لإنجاح تكامل البورصات العربية وهي:

- تتساق التشريعات المالية وتكاتف البنى التحتية الضرورية لربط أسواق الأوراق المالية.
- الشروط الأساسية على مستوى الشركات والقطاعات لربط أسواق الأوراق المالية.
- تجربة الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

7- منهج البحث

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

تم اعتماد المنهج الوصفي في الباب الأول بالنظر إلى طبيعة العناصر التي تناولها من عرض الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، كفاءة ومؤشرات هذه الأسواق، وأثر العولمة عليها، وأهم أسواق الأوراق المالية والناشئة.

وفي الباب الثاني تم استخدام المنهج الوصفي عند عرض واقع الاقتصاديات العربية باعتبار أن سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة لأداء الاقتصاد الكلي ومكان لقياس درجة حرارته، وتطلب الأمر استخدام المنهج التحليلي عند رصد التطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 بغية استخراج أهم العقبات التي تقف في وجه هذه الأسواق وتقديم اقتراحات تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.

8- خطة البحث وهيكله

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

- فالباب الأول الذي جاء تحت عنوان الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول:

فالفصل الأول تعرض إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية من خلال ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول تطرق إلى ماهية أسواق الأوراق المالية من خلال تقديم مفهوم لها وأهم خصائصها ووظائفها وكذا تنظيمها، كما تطرق المبحث الثاني إلى الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق من أسهم وسندات وكذا المشتقات والأوراق المهجنة، أما المبحث الثالث تناول الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة.

أما الفصل الثاني والذي جاء تحت عنوان أسواق الأوراق المالية، كفاءتها، مؤشرات وأثر العولمة عليها، تطرق المبحث الأول منه إلى فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية، أما في المبحث الثاني تعرض إلى مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها وأهم مؤشرات البورصات الدولية، أما المبحث الثالث فقد تناول مفهوم العولمة المالية وتطورها التاريخي وأثرها على أسواق الأوراق المالية.

أما الفصل الثالث فقد خصص إلى أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما وأسواق الأوراق المالية الناشئة، حيث تعرض المبحث الأول إلى أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما والمبحث الثاني تناول مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة، تصنيفاتها وكذا مراحل تطورها ومحددات نموها، وأخيرا في المبحث الثالث تم التطرق إلى الأزمات البورصية، مفهومها وخصائصها وأهم الأسباب المؤدية لها كما تم التعرض إلى بعض الأزمات البورصية وأهم الدروس المستفادة منها.

- أما الباب الثاني الذي جاء بعنوان واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، هذا الباب بدوره يتكون من ثلاثة فصول وهي :

الفصل الرابع عالج واقع أسواق الأوراق المالية العربية من خلال ثلاثة مباحث، حيث تم التطرق إلى واقع الاقتصاديات العربية في المبحث الأول، الإطار التشريعي والتنظيمي في أسواق الأوراق المالية العربية في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث تناول تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة الممتدة من سنة 1999 إلى غاية 2003.

والفصل الخامس عالج أهم المعوقات التي تعترض تطوير أسواق الأوراق المالية العربية من معوقات تشريعية هيكلية ومعوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي كما خصص مبحثا تطرق إلى المعوقات التي تعترض بورصة الجزائر والسبب في ذلك أنها تحتل المرتبة الأخيرة في كل مؤشرات قياس الأداء منذ نشأتها إلى يومنا هذا.

أما الفصل السادس والأخير فقد ألقى الضوء على سبل تفعيل وترابط أسواق الأوراق المالية العربية، بحيث تعرض إلى إسهامات صندوق النقد العربي في هذا المجال وكذا التجربة المصرية لتحفيز الطلب على أسواقها المالية لتفعيل البورصة المصرية، وإسهاما من الباحث تم تقديم بعض الاقتراحات لتفعيل أسواق الأوراق المالية من خلال تجربة الربط بين أسواق الأوراق المالية.

الباب الأول

الجوانب النظرية والفنية

لأسواق الأوراق المالية

الفصل الأول
الملامح الأساسية لأسواق
الأوراق المالية

الباب الأول: الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور جد مهم، في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة.

كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

كما أن تقبلها ورواجها يقتضي منها توفير الكم والكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة وحتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات رشيدة، خاصة في عصر العولمة حيث تلاشت في ظلها الحدود وأصبح المستثمرين يبحثون على مواطن الربح في أي مكان سواء في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية أو في الأسواق الأوروبية وفي اليابان أو حتى في أسواق الأوراق المالية الناشئة، هذه الأخيرة التي ساهم التحرر المالي في ظهورها وتطورها من جهة كما تسبب في وقوع أعنف الأزمات المالية بها.

لهذا قمنا بتقسيم هذا الباب إلى ثلاثة فصول:

- الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية؛
- أسواق الأوراق المالية: كفاءتها، مؤشراتنا وأثر عولمتها؛
- أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما وأسواق الأوراق المالية الناشئة.

الفصل الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية

يرى التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية وفق متطلبات النظام الاقتصادي العالمي الجديد في التمويل عن طريق البنوك طريقة تقليدية، كما أن الاتجاه المتزايد نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال خوصصة منشآت القطاع العام، أدى إلي بروز أداة لذلك وهي سوق الأوراق المالية كأسلوب للخوصصة وكطريقة جديدة لتمويل المنشآت الجديدة أو تلك التي ترغب في تطوير نشاطها وتمويل خططها التوسعية.

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

إن إنشاء سوق للأوراق المالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة، من بيئة تشريعية ملائمة، ظروف اقتصادية جذابة وكذا استقرار الأوضاع السياسية، لتكون في مجموعها المناخ المناسب لإنشاء وتطوير هذا السوق. وقصد التعرف أكثر على خصوصيات سوق الأوراق المالية وكذا المتطلبات الأساسية لإنشائه تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- ماهية أسواق الأوراق المالية؛
- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة.

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة.

وتشمل أسواق المال كلا من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية، حيث يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة، ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية، نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين .

وللتعرف بدقة على سوق الأوراق المالية وباعتباره كغيره من الأسواق نحاول من خلال هذا المبحث معرفة مكانته من بين التصنيفات المختلفة للأسواق، كما سنتطرق إلى مكوناته ونظام تشغيله من خلال ثلاثة مطالب:

- سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى؛
- سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها؛
- تنظيم سوق الأوراق المالية؛

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى

إن موقع سوق الأوراق المالية يعتبر واضحا ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد، أسواق المال، أسواق السلع والمعادن لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى النقاط الآتية:

- تعريف السوق ومعايير تصنيفها؛
- تعريف السوق المالي؛
- تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها.

1- تعريف السوق وتصنيفاتها

بالرغم من تعدد أنواع الأسواق تبعا لتعدد معايير تصنيفها، إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها.

1-1- تعريف السوق

في اللغة العامة يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها.⁽¹⁾

1-2- معايير تصنيف الأسواق: يوجد أسواق لمختلف أنواع السلع ولمختلف أنواع الخدمات، ويمكن تصنيف الأسواق حسب عدد من المعايير نذكر منها:

(1)- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص: 241.

1-2-1 من حيث طبيعة السلعة⁽¹⁾:

- يمكن التمييز بين الأسواق الآتية بالاعتماد على هذا المعيار وهي:
 - سوق المال والنقد: سوق المال هو السوق الذي يتعامل في القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل، وتسمى أسواق رأس المال، ويتم ذلك عن طريق إصدار للسندات والأسهم.
 - سوق العمل: يأتي العرض في هذا السوق من العمال وأصحاب المهن، ويأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في التوظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن، ويمثل العرض (البائع) في الدول المتقدمة اتحادات العمال والنقابات العمالية والنقابات المهنية.
 - بينما يمثل الطلب (المشتريين) رجال الأعمال واتحاد الصناعات والمنتجين. والإعلان في الصحف عن وكالة تطلب موظفين أو عمالاً فهو وسيلة للتعبير عن هذه السوق، وقد تدخلت الدولة لتنظيم الوكالات، وأصبحت تزاوّل نشاطها بموجب تراخيص رسمية بشروط معينة لحماية للعمالة، كما أن الطلب على وظيفة هو أيضاً صورة من وسائل التعبير عن سوق العمل.
 - سوق السلع: قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة، وهي السوق المألوفة لنا جميعاً والتي تشمل المنتجات الزراعية والصناعية... الخ.
 - سوق الخدمات: ومن أمثلة هذه السوق سوق خدمة ميكانيكي السيارات والكهربائي، وسوق الأدوات الصحية... الخ.

1-2-2 من حيث توحيد السعر

تنقسم الأسواق إلى نوعين هما:⁽²⁾

- سوق الكاملة: وهي السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة، وشروط السوق الكاملة تحتاج إلى توفر العناصر التالية:
 - وجود عدد كبير من البائعين، وعدد كبير من المشتريين، حتى لا يؤثر أحدهم على سعر السوق.
 - سهولة وتوافر الاتصالات بين مختلف الأطراف .
 - تجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق.
 - سهولة نقل السلعة من مكان لآخر، حتى يتم نقلها من مكان السعر المنخفض إلى مكان السعر المرتفع، فيزداد العرض منها مما يؤدي إلى توحيد السعر .
- سوق غير كاملة: يؤكد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر الشروط السالفة الذكر.

1-2-3 من حيث درجة المنافسة:

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأسواق من حيث درجة المنافسة هي:

(1) محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها مستقبلها، دار الوفاء لنديا للطباعة والنشر، مصر، 2000، ص: 26 27.

(2) نفس المرجع أعلاه، ص: 38.

- **سوق المنافسة الكاملة:** وهو ذلك السوق الذي يضم عددا كبيرا جدا من المتعاملين، يتعامل كل منهم في حجم محدد جدا من إجمالي حجم السلع المنتجة والمباعة والمتجانسة، وبالتالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على سعر السوق السائد، ولذلك فإن سعر السلعة لهذه معطى والربح المحقق في الأجل الطويل هو الربح العادي، ذلك أن المنافسة تبلغ أقصى درجاتها، وحرية الدخول والخروج من السوق متاحة للجميع.⁽¹⁾
- **سوق الاحتكار التام:** يعرف الاحتكار التام بأنه الحالة التي يوجد فيها بائع واحد لسلعة ما لا يتوافر له بدائل قريبة، كما يوجد فيها موانع قوية تحول دون دخول منافسين جدد إلى السوق، فالمحتكر هو المنتج الوحيد الذي يقوم بإنتاج سلعة معينة، لذلك فإن جميع مبيعاته تعتمد فقط على السعر الذي يحدده هو، أما الأسعار التي يحددها المنتجون الآخرون وتصرفاتهم فإنه لا يأخذها في الاعتبار عند تحديد سعره.⁽²⁾
- **سوق المنافسة الاحتكارية:**⁽³⁾ وهذا السوق كما يدل اسمه يجمع صفات تنافسية واحتكارية في نفس الوقت، وفي الواقع فإن هذا الشكل من الأسواق أكثر واقعية من سوقي المنافسة الكاملة والاحتكار ويتميز بما يلي:
 - وجود عدد كبير من البائعين أو المنتجين لسلعة.
 - اختلاف السلعة المنتجة.

- حرية الدخول إلى السوق والخروج منه بالنسبة لأي بائع أو مشتري.

- القدرة على ترويج المبيعات.

- **سوق احتكار القلة:** هذا سوق مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار، ولكنه أقرب إلى سوق الاحتكار، ويتمثل سوق المنافسة بقلة المنتجين داخل الصناعة الواحدة، ويتميز بأن حجم إنتاج المشروع الإنتاجي يمثل كمية كبيرة نسبيا بالنسبة لإنتاج جميع المشروعات الأخرى، وبالتالي لا يمكن لأي مشروع إنتاجي أن يتجاهل تصرفات المشروعات الأخرى في هذا السوق.⁽⁴⁾

2 - تعريف السوق المالية

هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال *Marché Financier et Le Marché Des Capitaux*، حيث إن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة، لذا سيتم البحث في مفهوم سوق الأوراق المالية والعلاقة التي تربطه بسوق المال.

فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد،

وهذا يعنى أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما:

- أسواق النقد؛

(1) عبد المطلب عبد الحميد، سياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997، ص: 16.

(2) سيد محمد أحمد السيريتي، مبادئ الاقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص: 326.

(3) نفس المرجع أعلاه، ص: 331 332.

(4) نفس المرجع أعلاه، ص: 333.

- أسواق رأس المال؛

2-1- تعريف السوق النقدية: هو الشق الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق.

وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، تعطى لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، وبحد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظرا لضمان عملية السداد، ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى أدونات الخزانة.

وتتميز السوق النقدية بالميزات التالية:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.

- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.

- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.

- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعا في عملية التداول.

2-2- تعريف سوق رأس المال: هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال نذكر منها:

- **التعريف الأول:** يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، قروض بأنواعها... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة للأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين.⁽¹⁾

- **التعريف الثاني:** كما يعرف بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، ويتكون هذا السوق من شكلين هما:

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

الشكل الثاني: أسواق آجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

بعد التعرف على شقي السوق المالية، نستنتج أن المدى الزمني للأصول المالية هو الذي يفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال، إذ أن الأصول المالية التي يبلغ عمرها عاما واحدا أو أقل تتضمن سوقا نقديا، أما الأصول المالية التي يزيد عمرها عن سنة فهي تتضمن سوق رأس المال (سوق الأوراق

(1) F.LEROUX, Marchés internationaux des capitaux, Montréal, 2^{ème} édition, 1995, p: 03.

المالية). وعلى هذا الأساس يتم تداول أدونات الخزانة (*) في سوق النقد، بينما يتم تداول سندات الخزانة في سوق رأس المال

3-تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها

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

3-1 تعريف سوق الأوراق المالية: هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر:

- **التعريف الأول:** "سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع"⁽¹⁾

- **التعريف الثاني:** "سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها"⁽²⁾

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

- **التعريف الرابع:** تعرف سوق الأوراق المالية بأنها "الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول"⁽⁴⁾

- **التعريف الخامس:** "شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح⁽¹⁾ بتحريك الادخار القومي الفردي"⁽¹⁾

(*) أدونات الخزانة: وهي سندات قصير الجل تصدرها الدولة أو من يمثلها لغرض تمويل العجز في الموازنة الدولة حيث تعتبر أهم وسيلة للقرض الداخلي القصير الأجل تتراوح مدتها بين 03 أشهر وسنة واحدة، وقد أصبحت من أدوات الدين الداخلي الشائعة الاستخدام في غالبية الدول حتى المتقدمة منها علما بأن أول من اقترح فكرة استخدام أدونات الخزانة treasurybonds هو الاقتصادي الأمريكي باجهوت Bagehot وذلك قام 1887 لتمويل الحكومة الأصولية في ذلك الوقت.

(1) محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ص: 272.
(2) عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996، ص: 25.

(3) ضياء الدين مجيد الموسوي، لبورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998، ص: 6: 7.

(4) عبدالباسط وفاحسن، مرجع سبق ذكره، 1996، ص: 49.

- **التعريف السادس** "هي المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية⁽¹⁾ إحداهما لاحتياجات الآخر بمراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية"⁽²⁾

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

سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

كما أنه بعد عرض التصنيفات المختلفة للسوق في النقطة الأولى من هذا المطلب يمكن الخروج بالاستنتاج التالي:

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

3-2 مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:

3-2-1 أسواق أولية: ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.⁽³⁾

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، ويأتي بنوع من التفصيل كما يلي:⁽⁴⁾

- **مصرف الاستثمار:** هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، وتظهر وظائفه في:

- النصح والمشورة، نظرا للخبرة، وما يتوافر لديه من كفاءات.

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

(1) P.Conso, *La gestion financière de l'entreprise*, Edition Dunod deuxième édition, 1989, Tome 2, p: 387.

(2) M.Berrag, *Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances*, Magistère en sciences de gestion, option finance, Ecole supérieure de commerce, juillet 1993, p: 50.

(3) Shall Helly. c, *Introduction to Financial Management*, Mc Graid-Hill, New Work, 1988, p:27.

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

- التسويق، وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشتريين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تؤكد من توافر الشروط القانونية... إلخ

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

3-2-2 الأسواق الثانوية: وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:

- **أسواق منظمة:**(1) وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

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

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

- **السوق الثالث:** وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

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

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 7.

(2) نفس المرجع أعلاه، ص: 11.

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، كما تؤدي عدة وظائف، لذا يتم تناول في هذا المطلب العنصرين الآتيين:

- خصائص سوق الأوراق المالية؛

- وظائف سوق الأوراق المالية.

1- خصائص سوق الأوراق المالية: لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:⁽¹⁾

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون

المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه

السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

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

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

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

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية، وهي:⁽²⁾

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

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً⁽³⁾

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

2- وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

⁽¹⁾ جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002، ص: 56.

⁽²⁾ طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997، ص: 32.

⁽³⁾ J. Pilverdiere, tereyt, Le marché boursier, Economica, 1998, p: 10.

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.

- فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.

- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية⁽¹⁾، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.

- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشداً عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها⁽²⁾

- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية⁽³⁾: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار.

وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع الميل أو هبوطه لدى المنتجين، وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر إلى الأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصادي بالزيادة.

⁽¹⁾ A. CHOINEL, et G, ROUYER, Les marchés financiers structures et acteurs, Revue banque, Paris, 2^{ème} édition 1997, p: 35.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997 ص: 45.

⁽³⁾ رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999 ص: 48.

- أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي،،حيث أن عمالات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.
- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها:
 - **كفاءة التسعير:** بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.
 - **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.
 - **عدالة السوق:** بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
 - **الأمان:** يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق،مثل مخاطر الغش والتقليد، وغيرها من الممارسات للأخلاقية التي تعتمد إليها بعض الأطراف.
 - أداة لتقويم الشركات والمشروعات:⁽¹⁾ حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي،وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها،أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها.
 - أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر،حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة،انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.
 - أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني،حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.
 - أداة جذب للاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.
 - أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية،التمويلية،التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال جيدة،وتتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فان نتائج أعمالها، لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

(1) حسام الدين أحمد، وظائف البورصة، www.islamonline.net/arabic/economics/ تاريخ الاطلاع: 2004/04/03.

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر الآتية:

- نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية؛
- المتعاملون؛
- الأوامر؛
- شروط الدخول إلى البورصة.

1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية⁽¹⁾

يشترط في سوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدات التعامل ووحدات لتغير الأسعار، كلما كان ذلك ضرورياً، وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين. من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام التشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من:

1-1- صالة التداول: وهو مكان المخصص للتداول.

1-2- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط، منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناعات السوق، وموجهوه، فهو المحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة. كما يقوم الوسيط⁽²⁾ بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوي، ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازناته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998 ص: 29.

(2) محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 1999، ص ص: 55 56.

1-3- طرق التداول بسوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين.⁽¹⁾

- طريقة المفاوضة، وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، ويمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

- طريقة المزيدة، وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2- المتعاملون

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

1-2- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل،

والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:⁽²⁾

1-1- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2-1- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

2-1-3 المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.
- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها.
- تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

⁽¹⁾ احمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 30.

⁽²⁾ نفس المرجع أعلاه، ص: 32.

2-1-4 المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي، ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.
- المستثمر العادي، ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

2-2 تصنيف المتعاملون إلى عرضين وطالبيين

- يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، انه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار. وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.
- ### 2-2-1 الطالبون لرأس المال:
- وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين⁽¹⁾
- **الفئة الأولى:** تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس .
 - **الفئة الثانية:** تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية. ومما سبق ذكره يمكن استنتاج أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية:⁽²⁾
- محرك السوق ومنعشها.

- يجمع ويعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.

- يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة.

- يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

- ### 2-2-2 العارضون لرؤوس الأموال:
- ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية... الخ.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق، ويمكن

تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.

- صناديق الاستثمار.

⁽¹⁾ محمود أمين زوبل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 51.

⁽²⁾ مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف، دار المعرفة، مصر، الطبعة السادسة، 1996، ص: 551.

- المحكمون والمراقبون": يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.⁽¹⁾

3- الأوامر

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر⁽²⁾

وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، والتي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة هي:

- الأوامر بالسعر أحسن سواء في الشراء أو البيع.
- الأوامر بالسعر محدد وتتحدد ما بين السعر الأعلى والسعر الأدنى.

- الأوامر المرتبطة بالشرط: يطلب صاحب الأمر من وسيطه أن يشتري أوراقاً مالية معينة، بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقاً، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ، أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع.

أوامر السوق: وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب وقوى العرض، وهو الأكثر دقة وشيوعاً، وبموجب هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يعطي تعليمات لسمسارة كي يبيع ويشتري عدداً من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن⁽³⁾

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر:⁽⁴⁾ السرعة وضمن التنفيذ، أما من أهم عيوبه فهو أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق، غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، وذلك على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، وإن كانت هذه القاعدة ليست عامة، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة النقل كثيراً، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر.

4- شروط الدخول إلى البورصة

(1) أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الطبعة الأولى، الأردن، 1997، ص: 60.

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

(3) زياد رمضان الاستثمار المالي والحقيقي دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص: 191.

(4) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 95.

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة. ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:⁽¹⁾

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25%، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.

- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

المبحث الثاني الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطى لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها، ولتوضيح ما سبق قسمنا هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب:

- أدوات الملكية؛

- أدوات الدين؛

- المشتقات والأوراق المهجنة.

المطلب الأول: ماهية الأسهم

⁽¹⁾ P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, Paris, 3^{ème} édition, 1997, p p: 28-29.

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

- تعريف السهم ومختلف قيمة؛

- أنواع الأسهم وخصائص كل منها؛

- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم.

1-تعريف السهم ومختلف قيمه

قبل التطرق لمختلف القيم التي يأخذها السهم ينبغي التطرق أولاً لتعريفه

1-1-تعريف السهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم:

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

- **التعريف الثاني:** "السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري"⁽²⁾.

- **التعريف الثالث:** "الأسهم تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون"⁽³⁾

من المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال.

1-2- قيم السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

1-2-1 **القيمة الاسمية للسهم:** هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

وتعرف أيضاً بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو

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

⁽²⁾ شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره 1999، ص: 21 .

⁽³⁾ هوشيار معروف كاكموللا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2003، ص: 92.

السهم كاملا وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.⁽¹⁾

1-2-2 القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير}}{\text{عدد الأسهم}}$$

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة⁽²⁾ وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية:⁽³⁾

- تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل معدلات التضخم السائدة.
- القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات بعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حاليا، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء لمستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية.

نستنتج مما سبق ذكره أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتتمثل مفهوما محاسبيا.

1-2-3 القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة للظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، والدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الاختناقات ونشر المعلومات، وقد تبين أن القيم الورقية للأسهم

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 191.

⁽²⁾ نفس المرجع أعلاه، ص: 192

⁽³⁾ رسمية فرياقص، مرجع سبق ذكره 1999 ص: 19

العادية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية السبعينيات وحتى منتصف التسعينيات من القرن العشرين، قد تغيرت من مرة واحدة إلى عشر مرات.⁽¹⁾

وفي سوق الأوراق المالية لا تمثل كلا من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع توليده، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.

ويمكن استنتاج أن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق أوراق المالية، وتلعب كل من القيمة الدفترية والقيمة الاسمية دوراً هاماً في تحديد القيمة السوقية التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية.

وقد تكون القيمة السوقية أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل من القيمة الاسمية لضمان تصريف تلك الأسهم المصدرة.⁽²⁾

2- أنواع الأسهم وخصائص كل منها

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم :

- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به؛
 - تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم؛
 - تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.
- وسيتم التفصيل فيها فيما يلي:

2-1-1 تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

2-1-1-1 أسهم اسمية:⁽³⁾ وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المفيدة في السجل وتشتمل على ما يلي:

- الاسم، اللقب، صناعة، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأسمالها، ومركزها.
- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به.
- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

⁽¹⁾ هو شيار معروف كاكما مولا، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 92

⁽²⁾ F. Rosenfeld, Analyse des valeurs mobilières, dunod, Paris, 1993, volume 2, p:18.

⁽³⁾ شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 22

2-1-2 أسهم لحاملها:⁽¹⁾ يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.

2-1-3 أسهم لأمر:⁽²⁾ للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

2-2-2 تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

2-2-1 أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو محزونات، أو براءة اختراع، مقدره ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

2-2-2 أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

2-2-3 أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقداً.

2-3-2 تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسّم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

2-3-1 الأسهم العادية:⁽³⁾ وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية. وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:

(1) مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967، ص: 34.

(2) شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 23.

(3) هوشيار معروف كاكّا مولا، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 92-94.

- في المرحلة الأولى، يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.

- أما في المرحلة الثانية، يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس مال الشركة، بل أنها مجرد عملية تداول بين البائعين والمشتريين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص لآخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والثانوية. وللأسهم العادية خصائص عديدة نوجزها فيما يلي:

- حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم.

- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.

- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية، وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي، كما يحق لهم على الأقل نظريا مراقبة العمليات الجارية.

2-3-2 الأسهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي: (1)

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند، فمثلا حددت هذه النسبة في الهند رسميا بـ 14% بعد طرح الضرائب والالتزامات القانونية الأخرى، وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة.

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

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

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

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

هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.

كما أن عدم توزيع أرباح مقررة على حملة الأسهم الممتازة لا يسبب إفلاس الشركة، إضافة إلى ذلك، فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ويترتب على ذلك زيادة المقدرة الافتراضية للشركة.

وجدير بالملاحظة أن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة قد تكون أعلى بكثير من تكلفة التمويل بالدين، إذا أخذنا بعين الاعتبار أن الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة لا يتم طرحها كتكلفة لأغراض ضريبية، وبهذا فإن الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة تدفع من الأرباح الصافية بعد الضريبة، وبالتالي لا ينتج من ذلك أي توفير ضريبي من التمويل بالأسهم الممتازة، لذا فإن الشركات لا تعتمد على الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل مقارنة بالأسهم العادية أو السندات.

وهناك ميزات أخرى للأسهم الممتازة، منها ميزة الأرباح الموزعة التراكمية التي في حالة عدم توزيع الشركة أرباح في سنة ما على حملة الأسهم الممتازة لعدم تحقيق أرباح كافية، فإن الأرباح المستحقة لتلك السنة تنتقل إلى السنة التي تليها، أي أنه يتطلب من الشركة في السنة القادمة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة، والمستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على الأسهم العادية، وهذا يحفظ حق حملة الأسهم الممتازة في الأرباح المستحقة المقررة لهم بغض النظر عن مستوى أرباح الشركة.

ويوجد نوع آخر من الأسهم الممتازة، وهي نادرة يطلق عليها أسهم ممتازة مشاركة والتي تسمح لحاملها المشاركة مع حملة الأسهم العادية في الأرباح والأسهم الممتازة المشاركة بالعموم تكون كما يلي:

- يدفع السهم الممتاز الربح المستحق له وعلى سبيل المثال 5 دينار للسهم.

- السهم العادي يستحق أرباحا موزعة بمبلغ يساوي ما حصل عليه السهم الممتاز من الأرباح.
- إذا زادت الأرباح الموزعة عن الأسهم العادية إلى 5.5 دينار مثلا: فإن الأرباح على الأسهم الممتازة يجب أن تزداد إلى 5.5 دج أيضا

من خلال ما سبق ذكره يمكن استخراج الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في العناصر الموالية: (1)

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح.
- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت.
- عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.
- لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.
- للإدارة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بانخفاض أسعار الفائدة كثيرا.
- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية.
- الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية لحملة الأسهم الممتازة.

(1) زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 29.

3- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم: ⁽¹⁾بالإضافة لما سبق ذكره من أنواع الأسهم، تم استحداث أنواع جديدة منها:

3-1 التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية: نذكر منها:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: حسب التشريع الضريبي الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984 وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محددة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

3-2 التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة: يمكن ذكر:

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت في عام 1982 في أمريكا، حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزنة، ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزنة، وحدد مجال تغيير نسبة التوزيعات بين 7.5 % إلى 15.5 % من القيمة الاسمية للسهم.

- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

3-3- أسهم التمتع: هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة، تعويضاً للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحاً بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقاً في التصويت أو الأرباح أو غير ذلك. ⁽²⁾

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص: 11.

⁽²⁾ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 1993 ص: 411.

المطلب الثاني: ماهية السندات

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها في النقاط الآتية:

- تعريف السند؛
- أنواع السندات؛
- خصائص واهتلاك السندات؛
- الفرق بين الأسهم والسندات.

1- تعريف السند:

بالرغم من تعدد التعاريف المقدمة للسندات إلا أنها تؤدي نفس المعنى، وفيما يلي بعض هذه التعاريف: **التعريف الأول** : تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض " المصدر " بدفع مبلغ معين من المال " القيمة الاسمية " إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.⁽¹⁾

التعريف الثاني: السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد⁽²⁾.

التعريف الثالث: السند ورقة مالية تمثل قرضاً طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.⁽³⁾

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سنداً فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق،

وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي:⁽⁴⁾

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.
- معدل الكوبون، حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.
- أجل الاستحقاق، وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبياً.

⁽¹⁾ B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990 p : 18

⁽²⁾ عبد النافع عبد الله الزرري وغازي فرج، مرجع سبق ذكره، 2001 ص ص: 160 161

⁽³⁾ J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissé a ayreux, 3^{ème} édition, 1993, P 27

⁽⁴⁾ سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص: 51.

- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.
- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية.
- الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض السندي، حيث تحدد تعاقديا عند الإصدار، وتوجد عدة صيغ للاهتلاك تتمثل في الاهتلاك الكلي أو الاهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.
- وللسندات قيمة اسمية وقيمة جارية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

2- أنواع السندات

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

2-1 أنواع السندات حسب الجهة المصدرة:(2) حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:

2-1-1 سندات عامة: وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، الشركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.

- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.

- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.
- التحكم في الأزمات الاقتصادية، وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة، وذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي.

2-1-2 سندات خاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

2-2 أنواع السندات حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد.(1)

2-2-1 سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

2-2-2 سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

(1) G. DEFOSSE et P. Balley, La bourse des valeurs, que sais-je, Edition Bouchène, Alger, 16^{ème} édition 1993, P 18.

(2) M. DONIS, Valeurs mobilières et gestion de portefeuille, Québec, SMG, 1993, P :61.

2-3- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها: ويمكن أن نميز بين:

2-3-1 سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.⁽²⁾

2-3-2 سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

2-4- أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان وهما:

2-4-1 سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

2-4-2 سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

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

2-5-1 سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

2-5-2 سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

2-6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة:⁽²⁾ هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:

2-6-1 سندات مضمونة: من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.

2-6-2 سندات غير مضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

3- خصائص واهتلاك السندات:

قبل التطرق إلى خصائص السندات يجب الإشارة إلى حقوق حاملي السندات والتي تتلخص فيما يلي:

⁽²⁾ سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 52.

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

⁽²⁾ محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص: 139.

3-1 حقوق حاملي السندات:

يتمتع حاملوا السندات بعدة حقوق نذكر منها:⁽¹⁾

- الحق في الإعلام.
- الحق في استيفاء الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.
- الحق في إقامة دعوى الإفلاس على الشركة في حالة تأخرها عن دفع قيمة السند.
- الحق في الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة.

3-2- خصائص السندات: للسندات خصائص نذكر منها⁽²⁾

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحاً أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة بالإضافة إلى خصائص أخرى للسندات وهي:⁽³⁾
- تواجه السندات مخاطر ائتمائية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
- كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر.
- إن الفترة الطويلة لتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علماً بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.
- إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكورة.

3-3- اهتلاك السندات⁽⁴⁾

مادام السند يمثل أصل قرض طويل الأجل عادة، فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله، أو قبل ذلك باهتلاكات السندات معناه تسديدها، واهتلاك السندات عدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات، وإن غاب نص صريح في هذا الشأن، فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، وفيما يلي هذه الطرق:

⁽¹⁾ سميرة رجب سعيد، إدارة الاستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 1999، ص: 244.

⁽²⁾ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص: 291.

⁽³⁾ هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سبق ذكره، 2003 ص: 110.

⁽⁴⁾ مروان عpton، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الأول، 1993، ص: 77.76.

3-3-1 السداد الجزئي للسندات: تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجل استحقاق القرض المجزأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

3-3-2 تكوين احتياطي استهلاك السندات: قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

- كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.
 - تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.
 - تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.
- 3-3-3 السداد التدريجي:** تصدر بعض الشركات نوعا من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

4- الفرق بين الأسهم والسندات:

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (01): مقارنة بين الأسهم والسندات

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

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، 1998، ص ص: 44-45.

المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة

بالإضافة إلى الأدوات الملكية وأدوات الدين، بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا.

ونظرا لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، ولتوضيح ما سبق ذكره يتم في هذا المطلب تناول عنصرين هما:

- المشتقات؛

- الأوراق المهجنة.

1- تعريف المشتقات

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

2-أنواع المشتقات

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

2-1- عقود الاختيار: تعتبر عقود الاختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الاختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

2-1-1 تعريف عقود الاختيار: يمكن تعريف عقود الاختيار كما يلي:

- **التعريف الأول:** عقود الاختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما⁽²⁾

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.⁽³⁾

⁽¹⁾ أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003، ص: 211.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 605.

⁽³⁾ زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 91.

- التعريف الثاني:** اتفاق للمتاخرة على زمن مستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدماً⁽¹⁾.
- 2-1-2 أنواع عقود الاختيار: قبل المرور إلى أنواع عقود الاختيار يجب توضيح بعض العناصر هي:⁽²⁾
- مشتري حق: هو الذي يقوم بشراء حق الاختيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الاختيار.
 - محرر الاختيار: هو الشخص الذي يحرر عقد الاختيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الاختيار.
 - سعر التنفيذ: هو سعر الورقة وقت إبرام العقد.
 - سعر السوق: هو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.
 - تاريخ التنفيذ: إبرام العقد.
 - تاريخ الانتهاء: هو التاريخ الذي يقوم فيه المشتري الاختيار بتنفيذه.
 - المكافأة: هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون للمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

وفيما يلي مختلف أنواع عقود الاختيار: هناك نوعان من الخيارات⁽³⁾

- **خيار النداء:** يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، إن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقاً للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق للاتفاق عليه.
 - **خيار الطرح:** ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقاً لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.
- ويتضح مما سبق أنه يلزم في حالة شراء شخص ما إحدى الخيارات ضرورة أن يتوفر ملتزم أمام صاحب الخيار، أي يلتزم توفر طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، ويسمى هذا الأخير الملتزم أمام صاحب الخيار بكاتب الخيار.

(1) خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم تحليل إستراتيجية، عمان، دار المسيرة، 1998، ص: 309.

(2) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 332 333

(3) حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية الإدارية ص: 55 56

وتشير هنا أنه لا يوجد حد أقصى لعدد خيارات الشراء أو بيع لأصل ما، وذلك على عكس الحال بالنسبة للأسهم، والتي تكون متاحة بكمية محدد، وفقا لرأس مال الشركة المصدرة، فيمكن في أي وقت خلق خيار جديد طالما وجود الطرف الآخر الملتزم، كما يجوز في أي وقت إنهاء خيار ما والتنازل عنه. وتسمى عملية إنشاء الخيار بعملية الفتح، وتسمى عملية إنهاء الخيار بعملية الإقفال، وهنا يمكن للفرد أن يقوم بإنهاء الخيار، وإقفال العملية بأحد الطرق الثلاثة الآتية:

- الطريقة الأولى: بيع الخيار إلى شخص آخر عن طريق دخول السوق بعملية عكسية.
- الطريقة الثانية: ترك الخيار إلى أن ينتهي تلقائيا إذا ما فقد قيمته، كأن يكون سعر السهم في السوق أقل من السعر المنفق عليه في خيار النداء، أو يكون سعر السهم في السوق أعلى من السعر المنفق عليه في خيار الطرح.
- الطريقة الثالثة: أن يستفيد صاحب الحق من الخيار في ميعاد استحقاقه، ويحصل الطرف الملتزم الذي كتب الخيار على مقابل من المال يسمى بعلاوة الخيار، ويحصل على هذه العلاوة بمجرد توقيع الالتزام، وذلك بغض النظر عما قد يحدث لهذا الخيار في المستقبل.

2-2- العقود المستقبلية: يتم التطرق هنا إلى مختلف تعاريف العقود المستقبلية، ومختلف أنواعها.

2-2-1 تعريف العقود المستقبلية: يمكن تعريف العقود المستقبلية كما يلي:

- **التعريف الأول:** "تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه" (1)

- **التعريف الثاني:** ويعرف العقد المستقبلي أيضا على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسببولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أعراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال. (2)

ويقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي: (3)

- وحدة التعامل: وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد، ففي مجلس شيكاغو يتضمن مثلا العقد الواحد للتعامل في القمح 500 بوشل (*)، في الولايات المتحدة الأمريكية العقد على الأذونات الخزانة تبلغ قيمته 1 مليون دولار في مقابل 100000 دولار للعقد على سندات الخزانة.

(1) محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 413.

(2) أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 234.

(3) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 684.

(* البوشل هو مقياس من مقاييس السعة والبوشل الأمريكي المعياري يساوي 215.42 بوصة مكعبة أي مايتراوح عموما بين 21.8 و27.2 كلغ

- شروط التسليم: وتتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم والمواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.

- حدوث تقلبات الأسعار: تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حداً أدنى وحداً أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعني، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود وهي العقود على مؤشرات السوق.

- نظام الهوامش: نظراً لما ترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، ويكون في صورة نقدية، وفي صورة أدوات الخزانة أو سندات حكومية... الخ.

- التسوية السعرية اليومية: تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية والذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.

2-2-2 أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.⁽¹⁾

- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق⁽²⁾. هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محدد مسبقاً، وتكون قيمة العقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

- عقود مستقبلية على سلع: ⁽³⁾ هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.

2-3- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة: ⁽⁴⁾

هناك فروق جوهرية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، يمكن حصرها فيما يلي:

⁽¹⁾ زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 100.

⁽²⁾ عبد الباسط وفاء حسن، مرجع سبق ذكره، 1996، ص: 40.

⁽³⁾ أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 235.

⁽⁴⁾ نفس المرجع أعلاه، ص: 240.

- مخاطرة عدم القدرة على الوفاء: العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، فالعقود الآجلة لا تتداول في سوق منظمة توفر سبل الحماية، على عكس العقود المستقبلية والتي توفر الحماية لطرفي التعاقد نتيجة لتداولها في السوق المنظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين.

- مخاطرة عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد المستقبلي: يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار وإيداء الرغبة في إقفال مركزه، والأمر يختلف تماما مع العقد الآجل، فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف الراغب في الانسحاب ويطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

- تكلفة المعاملات: تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، هذه التكاليف تكون أقل كثيرا عندما يكون للعقد سوق منظم يتداول فيه، بما يعني أن العقود المستقبلية تكون أقل تكلفة مقارنة مع العقود الآجلة في إتمام المعاملات.

- التسوية اليومية للعقد: في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية، أما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثمة فإن الفروق السعرية المحملة تكون كبيرة نسبيا.

3- تعريف الأوراق المهجنة:

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما⁽¹⁾، وعليه فإن للأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

4- أنواع الأوراق المهجنة:

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة

4-1 الأسهم الممتازة: ويمكن تعريفها كما يلي:

- **التعريف الأول:** "جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية"⁽²⁾.

- **التعريف الثاني:** "مستند ملكية له قيمة اسمية، الدفترية، سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة."⁽³⁾

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص: ب.

⁽²⁾ عبده محمد مصطفى محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1993، ص: 68.

فالسهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية، كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة ما دامت المؤسسة قائمة ومستمرة، فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

4-2 شهادات الاستثمار: وتعرف كما يلي:

هي عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة⁽¹⁾.

من خلال التعريف السابق نستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت، ولحاملها الحق في الأرباح، والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة.

4-3 الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

المبحث الثالث: الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة

إقامة سوق فعالة للأوراق المالية يتطلب مجموعة من المقومات التي تعتبر ركائز تقوم عليها أسواق الأوراق المالية، وتتمكن بها السوق من ممارسة أنشطتها بفاعلية وكفاءة، لهذا سيتم من خلال هذا المبحث تناول هذه المقومات من خلال أربعة مطالب:

- توفير مناخ استثماري ملائم؛
 - متطلبات أساسية على المستوى الكلي؛
 - المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني؛
- شركات المساهمة والجهاز المصرفي ودورهم في إنشاء سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: توفير مناخ استثماري ملائم

سوف يتعرض هذا المطلب إلى النقاط الآتية:

- تعريف المناخ الاستثماري؛
- المناخ الاستثماري وسياساته.

⁽¹⁾ Y. SIMON, Encyclopédie de marchés financiers, Economica, paris, 1997, tome 1, p : 03

1- تعريف المناخ الاستثماري

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

- عامل الثقة.

- عامل التنظيم.

فمن خلالهما يتكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه الأسواق، إن الوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة اقتصادية واضحة الأطر ومحددة المعالم، تفسح المجال لدور أكبر للقطاع الخاص في إدارة عملية التنمية الاقتصادية، وكذلك توافر التنظيمات الإدارية التي تتسم بالكفاءة والفعالية كل هذا يسهم في توفير متطلبات الاستثمار المحلي، فضلا عن كونه عامل جذب للاستثمارات الأجنبية.

وأكدت الكثير من الدراسات الاقتصادية بيكارت BEAKERT وستين STYN سنة 1995 أن عدم وجود بيئة اقتصادية مستقرة، يرجع إلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي، ويعتبر مناخ الاستثمار محددًا من المحددات الرئيسية لجذب الشركات والمستثمرين لأي سوق مالي محلي أو دولي. كما ينصرف مناخ الاستثمار إلى مجموعة سياسات الاستثمار، فهو الذي يعكس سياسات الاستثمار بالمعنى الواسع، حيث يتضمن مناخ الاستثمار كل السياسات والمؤشرات والأدوات التي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على القرارات الاستثمارية، بما في ذلك السياسات الاقتصادية الكلية^(*) الأخرى، بالإضافة إلى الأنظمة الاقتصادية والبيئية والقانونية التي تؤثر على توجهات القرارات الاستثمارية في أي اقتصاد قومي.

وبالتالي فإن مناخ الاستثمار ينطوي على مجموعة من المكونات والمقومات والأدوات والمؤشرات التي تشير في مجموعها إلى ما إذا كان هناك تشجيع جذب للاستثمار من عدمه، وهذه المكونات والمقومات تتفاعل مع بعضها البعض خلال مرحلة أو فترة معينة لتهيئة وتكوين بيئة مشجعة ومواتية⁽¹⁾

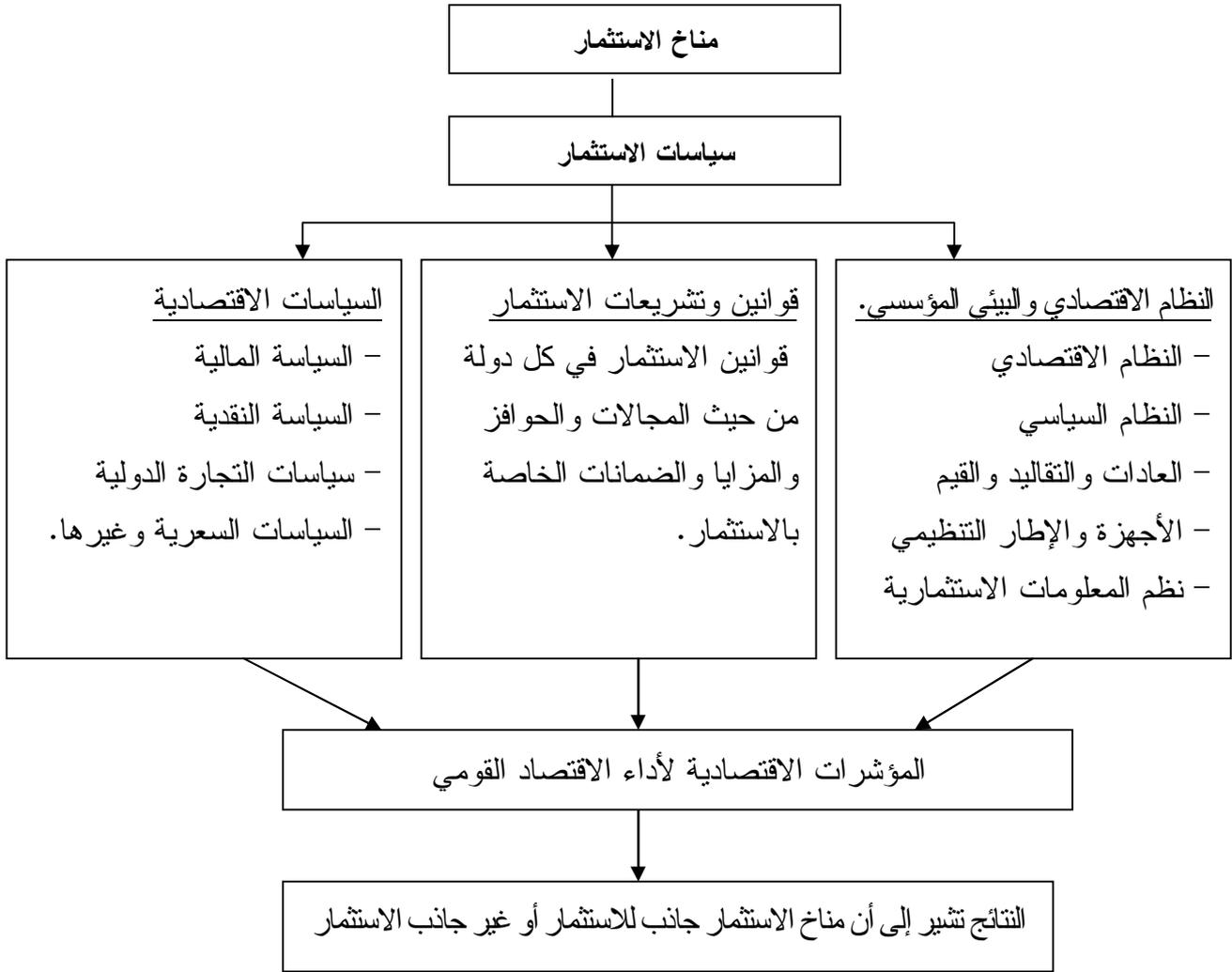
2- مناخ الاستثمار وسياساته

يمكن التعبير عن مناخ الاستثمار وسياساته من خلال الشكل التالي:

^(*) السياسات الاقتصادية الكلية هي تعكس مستوى أداء الاقتصاد المحلي وهي السياسة المالية، النقدية والتجارية.

⁽¹⁾ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، 1997 ص ص: 391 394.

الشكل رقم (01): مناخ الاستثمار وسياساته



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، 1997، ص: 391.

ويعتبر المحيط السياسي والاجتماعي من العوامل المهمة في استقرار الاقتصاد لأي دولة، ومن ثم فإن تهيئة مناخ استثمار جيد، ضروري لاستقطاب الكثير من الاستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية، فالاستقرار السياسي يجذب رؤوس الأموال ويحد من هروبها، فالاستثمارات تهرب حين يكون الوضع الأمني والسياسي مضطربا، وبشكل المحيط السياسي أهم العوامل الضرورية لإنشاء البورصة، حيث يلعب دورا مهما في تنشيط تنمية المدخرات والاستثمارات بطريقة آلية وحررة، خاصة في ظل اقتصاد السوق. كما للمشاركة الاجتماعية دورا حاسما في تفعيل وتنشيط اقتصاد ما، وفي تحقيق التنمية الشاملة للمجتمع، فبدون المشاركة الاجتماعية لا يمكن أن تتحقق مخططات الدولة الاقتصادية والتنمية⁽¹⁾.

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

ويمكن اختصار المشاركة الاجتماعية فيما يلي:

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

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

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

- **العامل الديني:** لهذا العامل أهمية كبيرة في توجيه المدخرات وخاصة في المجتمعات الإسلامية التي تنظر إلى أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية على أنها محرمة شرعا، وبالتالي يكون الاستثمار فيها شبه محرما، ولكن يمكن فتح المجال للبنوك وبيوت المال الإسلامية لإصدار أوراق مالية تسمى شهادات الإيداع الإسلامية وهي قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وإصدار شهادات الاستثمار الإسلامية المخصصة لتمويل مشروع معين أو نشاط معين، والسماح للقيام بعمليات التأجير التمويلي وإنشاء صناديق الاستثمار.

المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية على المستوى الكلي لإنشاء سوق الأوراق المالية

يمكن حصر المتطلبات الأساسية لأسواق الأوراق المالية على المستوى الكلي من خلال

العناصر التالية:

- مستويات النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته؛
- الادخار: تعريفه، أنواعه، أهميته ومحدداته؛
- مستوى الدخل وهيكل توزيعه؛
- سعر الفائدة: تعريفه والعناصر المحددة له.

1- مستويات النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته

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

بالرغم من اعتبار أن تطور سوق الأوراق المالية ميزة مشتركة للتطور المالي والاقتصادي، فإن الكثير من المحللين يرون أن هذه السوق في الدول النامية ما هو إلا مكان تأثيره الإيجابي في النمو الاقتصادي ضعيف، بينما أثاره السلبية المكبوتة كبيرة، ويرى محللون آخرون أنه طالما أن لجوء الشركات إلى التمويل عن طريق إصدار الأسهم ضعيف، فسوق الأوراق المالية غير مهم في النمو الاقتصادي، وقد لاحظ مايير MAYER عام 1988، بأن حتى الأسواق الكبيرة لا تمثل مصادر هامة لتمويل الشركات⁽¹⁾. كما أن تحقيق معدلات نمو اقتصادية متزايدة قابلة للاستمرار يتطلب إزالة العوائق التي تواجه عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي.

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

واستمر الاقتصاديون منذ زمن بعيد في اعتبار القطاع المالي والمصرفي كأحد العوامل الرئيسية في عملية التنمية، وذلك نظرا لدوره في التعرف على المشروعات الإنتاجية الناجحة وتمويلها. ويلاحظ خلال السنوات القليلة الماضية تزايد الاهتمام بدور أسواق المال كعامل رئيسي في التنمية، وذلك من خلال النموذج الاقتصاد القياسي، النظرية التي تم اقتراحها واستخدامها في هذا السياق.

ويؤيد العديد من تلك النماذج الدور الفعال لأسواق الأوراق المالية في التأثير على النمو الاقتصادي، ويلاحظ في هذا السياق أنه قد تم اختيار آثار عدد من المؤشرات الأسواق المالية باستخدام نماذج الانحدار متعدد المتغيرات، إذ تشير إلى عدد من النتائج الأساسية منها أن أسواق الأوراق المالية تؤثر على النمو

(1) سامية زيطاري، دينامكية أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتورا دولة في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص: 74 75

الاقتصادي، وأن لدرجة سيولة الأسواق المالية تأثيراً أكبر على النمو، مقارنة بأثر حجم تلك الأسواق، وأن لكل من الأسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي أثراً مستقلة على النمو، بمعنى أنهما يكملان، ولا يستبدلان بعضهما البعض، كما يشير بعض الباحثين إلى الآثار الإيجابية لمستوى سيولة السوق ودرجة تذبذبها على النمو الاقتصادي، في الوقت الذي يعتقد البعض الآخر أن الارتفاع الشديد في سيولة أسواق الأوراق المالية والتذبذب العالي فيها يعوقان الاستثمارات، وبالتالي يؤثران سلباً على النمو⁽¹⁾، ومنه تبرز أهمية إنشاء سوق للأوراق المالية التي تعمل على تعبئة الموارد المالية، وتنمية المدخرات ومن ثم تخصيصها للأنشطة الاستثمارية المختلفة على نحو الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمار، وبالتالي زيادة مستوى التشغيل، وتخفيض البطالة، وزيادة الدخل القومي، ومن ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي.

ويتحقق النمو الاقتصادي من خلال عونين اقتصاديين هما:

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

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

2- الإيداع

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

2-1-1 **تعريف الإيداع:** يعرف الإيداع كما يلي :

- **التعريف الأول :** "ذلك الجزء من الدخل أو النتائج الجاري الذي لم يستخدم في الاستهلاك الجاري خلال فترة ما، وإنما تم توجيهه لبناء الطاقات الإنتاجية التي تعمل على زيادة هذا الدخل أو تحافظ على مستواه المحقق فعلاً"⁽²⁾

- **التعريف الثاني :** "أنه ناتج النشاط الاقتصادي الذي لا يستهلك، بل يوجه بطريقة تجعل له في المستقبل قدرة أكبر على إشباع الحاجات"⁽¹⁾.

(1) خليفة على صو، أداء السوق المالي وقطاع البنوك والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، ندوة بعنوان القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة، بتاريخ: 2-03-2000 أبريل 2000 أبو ظبي الإمارات العربية المتحدة صندوق النقد العربي وصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي بالتعاون مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ص ص: 81-82.

(2) محمد عبد الغفار، مشكلة الإيداع في مصر، مطبعة زهراء الشرق، 1997، ص: 01.

(1) محمد عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، 1997، ص: 01.

2-1-2 أنواع الادخار

ويمكن التمييز بين أنواع الادخار التالية:

تتطلب التفرقة بين مفهومين "المحلي والقومي" فيما يتعلق⁽²⁾ - الادخار المحلي والادخار القومي بالادخار وغيره من المتغيرات الاقتصادية الكلية كالدخل والنتاج والاستثمار إذ نميز بين النشاط الاقتصادي من إنتاج أو استهلاك أو ادخار أو استثمار أو تبادل، الذي يتم داخل الحدود الجغرافية لدولة ما وذلك الذي يتم خارج حدودها.

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

- **الادخار القومي:** هو عبارة عن الادخار المحلي المتولد من جانب أطراف النشاط الاقتصادي داخل حدود الدولة، بالإضافة إلى جزء يتكون في الخارج، وهو "صافي المعاملات الخارجية"، ويقصد به الفرق بين الصادرات والواردات من سلع وخدمات للدولة المعنية وصافي المعاملات، هذا قد يكون موجبا أو سلبيا، فإذا كان موجبا فإن ذلك يعني اقتصاد الدولة المعنية على حقوق اتجاه العالم الخارجي بقيمة هذه الزيادة، وقد تتخذ هذه الحقوق شكل أصول مالية مثلا للعمولات الأجنبية والأوراق المالية أو شكل أصول إنتاجية ثابتة تدر عائدا سنويا، وفي هذه الحالة إضافة للادخار المحلي، تزيد قدرة الدولة على تكوين رأس المال، ويكون الادخار القومي أكبر من الادخار المحلي، وعليه يكون الادخار القومي أقل من الادخار المحلي في حالة ما إذا كان صافي المعاملات الخارجية سالبا، أي وجود عجز في معاملات الدولة مع الخارج.

2-2- **أهمية الادخار:** لقد اهتم الفكر الاقتصادي بالادخار نظرا لأهميته في المساهمة في النمو الاقتصادي،⁽³⁾ حيث يعتبر حلقة الربط بين الاستثمار والاستهلاك، وتتجلى أهمية الادخار عند الباحثين كما يلي:

- **عند التقليديين:** لقد اهتم التقليديون بالنمو الاقتصادي وأسباب زيادة ثروة الأمم، لذلك أعطوا أهمية بالغة للتراكم الرأسمالي، أي لتكوين الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار، ومن ثم أطلق عليها نظرية التراكم حيث رأى آدم سميث التراكم الرأسمالي على أنه دافع لتقسيم العمل وتطبيق تقنيات الإنتاج الحديثة لزيادة الدخل من أجل توسيع السوق لزيادة الاستثمار الناتج، لذلك أعطى التقليديون، وخاصة ريكاردو، أهمية خاصة للأرباح، إذ اعتبر أن طبقة الرأسماليين هي التي تدخر وتقوم بالتراكم الرأسمالي، كما وجد ريكاردو في زيادة الأجور قيودا على عملية التراكم، لذلك نادى بفكرة أجر الكفاف، بحيث لا تتعدى أجور العمال المستوى اللازم للمحافظة على حياتهم واستمرارهم في الإنتاج، في نظر التقليديين المشكلة لم تكنف بزيادة الطلب، وإنما في زيادة الادخار، وبالتالي زيادة التراكم الرأسمالي الذي يؤدي بدوره إلى زيادة الإنتاج

⁽²⁾ نفس المرجع أعلاه، ص: 12.

⁽³⁾ نفس المرجع أعلاه، ص: 26-27.

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

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

$$\frac{X}{C \cdot E} = Y$$

حيث إن:

Y: معدل نمو دخل الفرد

X: معدل الادخار

E: معدل رأس المال - الناتج

C: معدل النمو السكاني

ويتميز هذا النموذج:

- إهمال الهيكل المتباطئ للاقتصاد.

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

- ادخار يشكل نسبة ثابتة في الدخل القومي الحقيقي.

ويطلب التوازن في نموذج "هارود- دومار" ما يلي:

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

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

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

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

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

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

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

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

أما الاختلاف بين النموذجين حيث يكمن في:

- اعتماد النموذج على مرونة أسعار عناصر الإنتاج وليس ثباتها
- اعتماد النموذج على وجود دالة استثمار مستقلة، بمعنى أن النموذج يهمل أثر توقعات المنظمين عن المستقبل على الاستثمار والدخل.

- قيام النموذج على فكرة دوال الإنتاج التي تعتمد على العمل والرأسمال، مع افتراض معدل التراكم تابع لمعامل رأس المال ومعدل نموذج حجم وإنتاجية عنصر العمل.

2-3- محددات الادخار: تتجلى هذه المحددات في العوامل الاقتصادية وعوامل غير اقتصادية. فالعوامل الاقتصادية تتمثل في مستوى الدخل وهيكل توزيعه وكذا سعر الفائدة، التي يتم التطرق إليها في النقطة المولية، أما العوامل غير اقتصادية فهي:

2-3-1 عدم الاستقرار السياسي: إن عدم الاستقرار السياسي الناتج عند تغيير الحكومات في فترات وجيزة، الاغتيالات السياسية، الحروب الأهلية، تؤثر على توقعات الدخل، الأسعار النشاط الاقتصادي، وبالتالي زيادة درجة المخاطرة، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض الادخار.

2-3-2 العوامل الدينية:⁽¹⁾ هناك من الآيات الدينية الكريمة التي تخضع إلى الاعتدال في الإنفاق، وعدم الإسراف، والتوسط في الاستهلاك، وعدم النفاق في الاتفاق، والبعد عند التبذير، حتى يستطيع الإنسان أن يعيش بقية عمره في أمان بعيدا عن الفقر، وهذا لا يعني أن يبخل الإنسان على نفسه وأهله وأسرته وعشيرته، إذ يقول الله تعالى "ولا تجعل يدك مغلولة إلى عنقك، ولا تبسطها كل البسط فتقعد ملوما محسورا"⁽²⁾ إلا أنه هناك مشكلة تعيق العملية الادخارية ألا وهي الربا، إذ تعتبر هذه الأخيرة قضية من القضايا التي تمثل اختناقات في تمويل التنمية الاقتصادية، وذلك لأن الأفراد في مجتمعاتنا لا يؤمنون بمشروعية فوائد الإيداع باعتبار أنها الربا المحرم.

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

3- مستوى الدخل وهيكل توزيعه

يعتبر الدخل من أهم العوامل المحددة للادخار، باعتباره ذلك الجزء من الدخل المتاح الذي لم يستهلك⁽⁴⁾، وعليه فإن الشخص صاحب الدخل المرتفع يكون بمقدوره الادخار أكثر من ذوي الدخل الضعيفة، وهو ما يدل على أن مداخل الأشخاص وتغيراتها محدد أساسي للادخار، وهو ما تم إثباته من خلال البحوث^(*) التي تناولت الدخل بالدراسة، والتي تمكنت من تقديم تفسير مهم حول خصوصيات الادخار، وقد أحدثت بذلك ثورة كبيرة في الفكر الاقتصادي.

ويمكن اعتبار أن مستوى الدخل الكلي المتاح من أهم العوامل المحددة لمستوى الإنفاق الاستهلاكي الكلي، وبالتالي لمستوى الادخار الكلي، ومع ذلك يتوقف مستوى الإنفاق الاستهلاكي عند أي مستوى للدخل المتاح على نمط توزيع هذا الدخل بين الطبقات، وبصفة عامة أن تحقيق المزيد من المساواة في توزيع الدخل قد يؤدي إلى زيادة نسبة ما يوجه للاستهلاك وبالتالي تقليل ما يوجه للادخار⁽⁵⁾.

(1) محمد يسري، إبراهيم دعبس، التربية الادخارية والتنمية الشاملة، دار المعارف، مصر، 1996، ص: 49.

(2) سورة الإسراء الآية 29

(3) محمد يسري، إبراهيم دعبس، مرجع سبق ذكره، 1996، ص: 50

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

(*) للإطلاع حول النظريات المفسرة للدخل (نظرية الدخل المطلق، نظرية الدخل الدائم، نظرية دورة الحياة) أرجع إلى

سمير محمد عبد العزيز، الادخار الشخصي، والسياسة الضريبية، منشأة المعارف مصر 1983، ص: 79-81

(5) محمد براق، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير،

جامعة الجزائر، 1999، ص: 31.

4- سعر الفائدة: تعريفه والنظريات المحددة له في السوق

قبل التطرق إلى العناصر المحددة لسعر الفائدة يتم تعريف الفائدة

4-1-تعريف الفائدة: يقصد بالفائدة لغة: الفائدة ما استفادت من علم أو مال، جمع فوائد.

وفي المعجم الوسيط: الفائدة ما يستفاد من علم أو مال أو ربح المال في زمن محدد بسعر،⁽¹⁾ وتعرف

الفائدة في المحيط المصرفي والمالي كما يلي:

-**التعريف الأول:** يقصد بالفائدة في المعنى الجاري المبلغ الذي يدفعه المقرض إلى المقرض لقاء قيام هذا الأخير بإقراضه مبلغاً من النقود لفترة زمنية محددة، وهذا المبلغ ينسب إلى أصل مبلغ القرض بنسبة مئوية معينة، فالقاعدة بعبارة أخرى هي ثمن أو مقابل استخدام النقود⁽²⁾

-**التعريف الثاني:** يعرف سعر الفائدة على أنه أجرة المال المقرض، أو ثمن استخدام الأموال أو العائد على رأس المال المستثمر، ويقال أيضاً أن سعر الفائدة هو عائد الزمن عند اقتراض الأموال مقابل تفضيل السيولة.⁽³⁾

-**التعريف الثالث:** يعرف سعر الفائدة على أنه أجر النقود يلتزم المقرض بدفعه إلى المقرض مقابل التنازل مؤقتاً له عن السيولة⁽⁴⁾.

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

4-2- النظريات المحددة لسعر الفائدة في السوق: تجدر الإشارة إلى أنه في تفسير كيفية تحديد سعر الفائدة نظريتان في الفكر الاقتصادي⁽⁵⁾

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

وقبل أن نفسر منطق هذه النظرية نوضح مصادر عرض الأموال القابلة للإقراض ومصادر

الطلب عليها من خلال الجدول التالي:

⁽¹⁾ حسين عبد الله الأمين، الودائع المصرفية النقدية واستثمارها في الإسلام، دار الشروق، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 1983، ص: 249

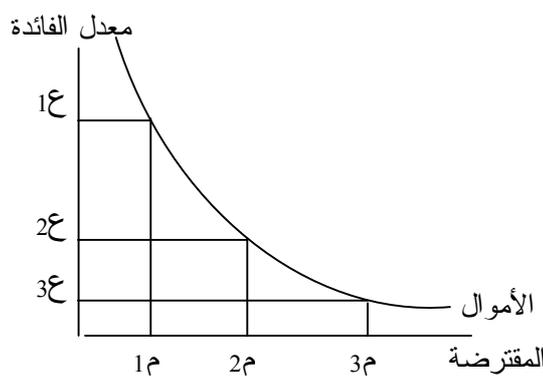
⁽²⁾ عادل أحمد حشيش وزينب حسين عوض، مبادئ علم الاقتصاد، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 568.

⁽³⁾ طاهر حيدر حردان، مرجع سبق ذكره، 1997، ص: 61

⁽⁴⁾ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص: 70.

⁽⁵⁾ عادل أحمد حشيش وزينب حسين عوض، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 570.

جدول رقم (02): مصادر الطلب والعرض على الأموال القابلة للاقتراض

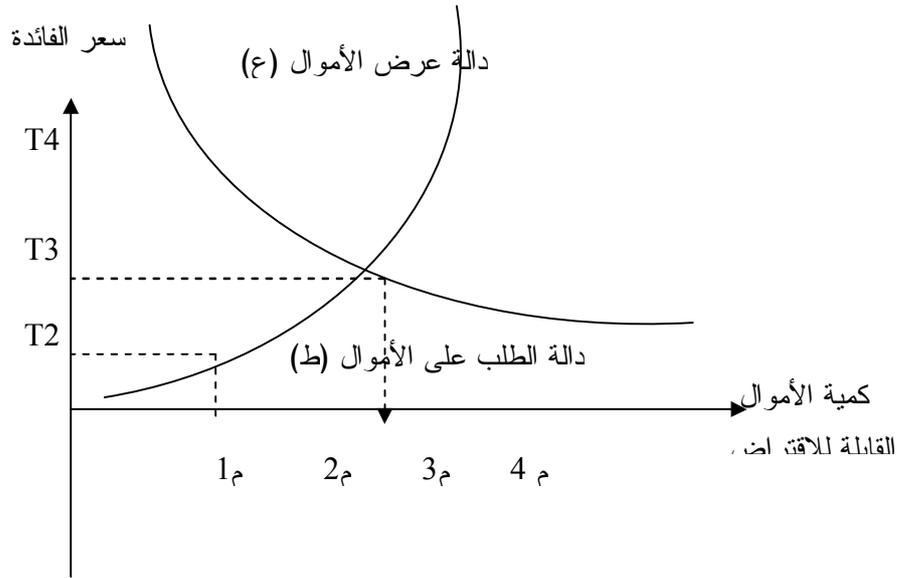
مصادر عرض الأموال	مصادر الطلب على الأموال
<p>- عرض النقود يأتي عن طريق الادخار الأفراد وتتم بواسطة الوساطة المؤسسات المالية بين أصحاب الفوائض من الأموال وبين المحتاجين لتمويل احتياجاتهم.</p> <p>- عرض النقود عن طريق الإصدار النقدي وآلياته.</p> <p>- عرض النقود عن طريق تخفيض نسبة الاحتياط القانوني.</p>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

المصدر: من اعداد الباحث.

حسب منطق هذه النظرية، فإن سعر الفائدة يتحدد وفق تلاقي عارضي وطالبي الأموال على

النحو التالي:

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



ففي هذا الشكل تتحدد الكمية المطلوبة من الأموال القابلة للاقتراض، والكمية التي يمكن أن تعرض منها، بالنقطة التي يتلاقى فيها منحنى الطلب مع منحنى العرض (3م، ع)، (3م، ط).
4-2-2 النظرية الحديثة: ترى أن النظرية التقليدية منتقدة في الأساس الذي تقوم عليه، وترى أن سعر الفائدة ليس بالعامل الحاسم الذي يحدد عرض هذه الأموال القابلة للاقتراض المستمدة من الأوعية الإدخارية القائمة. فالعامل الذي يحكم عرض هذه الأموال يحدده مقدار الدخل القومي أساساً، وأن دور سعر الفائدة ينحصر في تحديد القدر من ذلك الادخار الذي يخصصه الأفراد للاحتفاظ في شكل سائل كالنقود، والقدر الذي يقدر الاحتفاظ به في شكل غير سائل كالسندات مثلاً، فسعر الفائدة إذا في نظر أصحاب النظرية الحالية هو المكافأة التي يحصل عليها الأفراد الذين يقومون بالادخار بالتنازل عن مزايا السيولة التي تتحقق عند احتفاظهم بادخاراتهم في شكل نقود.

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

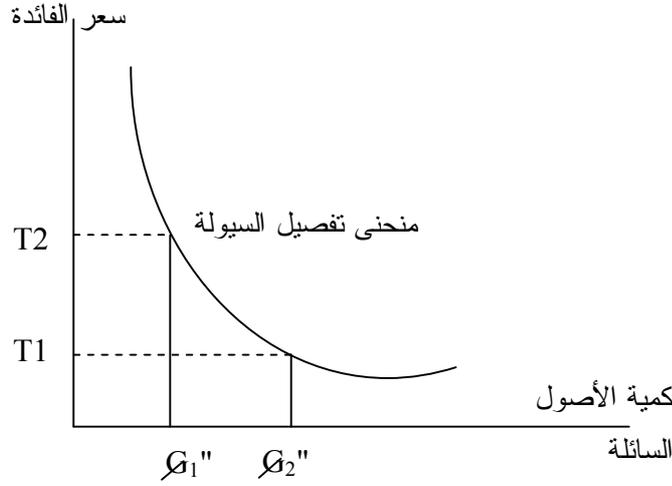
- تيسير المعاملات الجارية ويسمى الطلب الذي ينشأ على النقود بسبب المعاملات الطلب الناشئ عند دفع التعامل.
 - مواجهة الحاجات الطارئة غير المتوقعة، ويسمى الطلب الذي ينشأ على النقود لمواجهة تلك الحاجات بالطلب الناشئ من دافع الاحتياط.

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

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

وعلى ذلك كلما ارتفع سعر الفائدة في السوق كلما زادت التضحية التي يقوم بها الفرد، وبالتالي كلما قل طلبه على النقود لهذا القرض، والعكس كلما قل سعر الفائدة في السوق كلما زاد طلب الأفراد، لأن الاحتفاظ بها كأصل سائل له ما يبرره، ويمكن تمثيل العلاقة بين الطلب على النقود وسعر الفائدة، بمنحنى يبين الكميات المختلفة من النقود التي تطلب عند كل سعر فائدة معينة تفترضه في السوق.

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



نلاحظ أن المنحنى ينحدر من الأعلى إلى الأسفل وإلى اليمين، كما هو موضح في الشكل أعلاه معبرا عن زيادة الكمية من النقود التي تطلب كلما انخفض سعر الفائدة والعكس صحيح، وسمي المنحنى الحالي في إصلاح الاقتصاديين الحديثين بمنحنى تفصيل السيولة، ويقابل المنحنى المذكور منحنى عرض النقود في ظل أسعار الفائدة المختلفة.

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

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

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

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

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

3-4- العناصر المحددة لسعر الفائدة:⁽¹⁾

نتوقف سعر الفائدة على العناصر الآتية:

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

4-3-1 **معدل الفائدة الخالي من المخاطرة**، ويرمز له بالرمز T_0 وهو سعر الفائدة الصافي أو معدل

سعر الفائدة المتوقع، إذا لم يكن هناك تضخم مثل أسعار الفائدة في الأجل القصير (أذونات الخزانة)

4-3-2 **معدل التضخم**: ويرمز له بالرمز T_1 ، يمثل التضخم النقدي أحد المشاكل الاقتصادية التي تهز

الاقتصاد الكلي، وتحدث فيه اختلالات سلبية، ويرجع التضخم في جوهره إلى اضطرابات قوى الإنتاج،

وعدم كفايتها في الوفاء بحاجات الأفراد المتزايدة، وهناك من يعرف التضخم بأنه ينشأ نتيجة عدم

التوازن بين الإنتاج، الاستهلاك، الادخار والاستثمار،

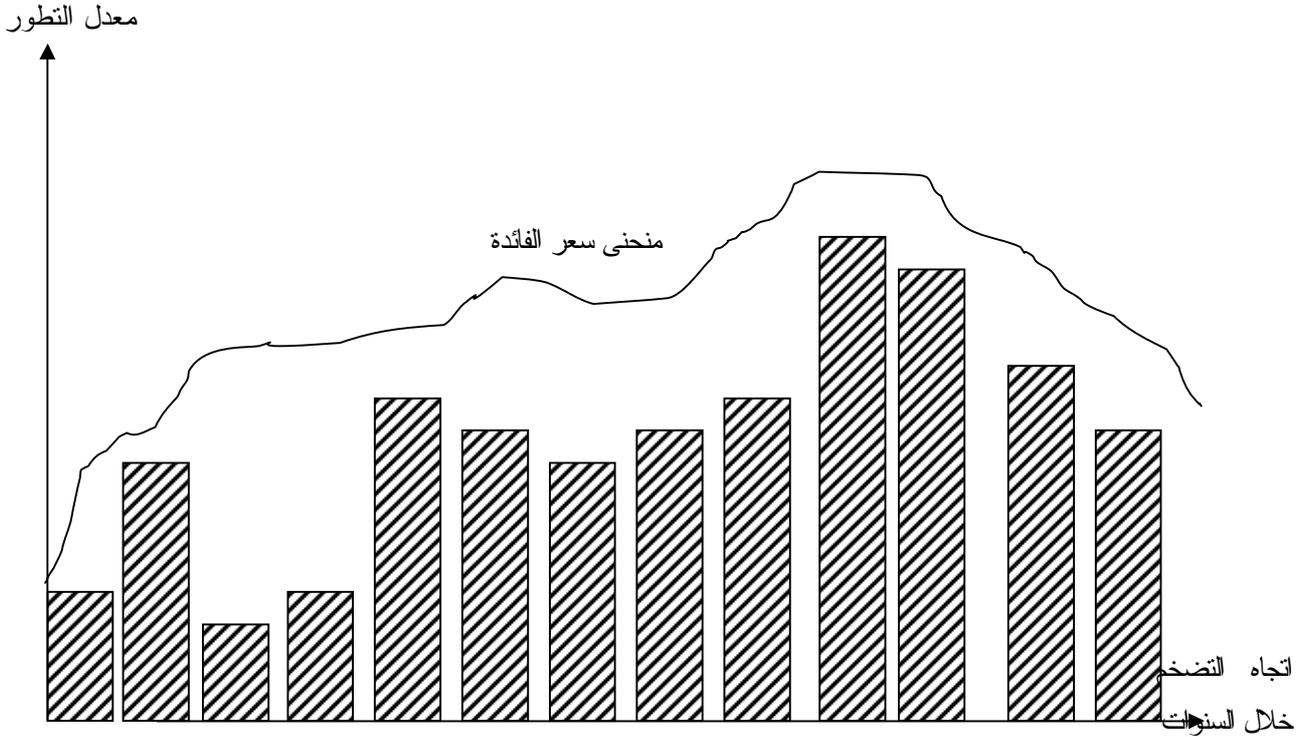
ونتيجة لضعف الطاقات الإنتاجية في الاقتصاد القومي، ويترتب عن هذه الاختلالات ارتفاع متواصل

في أسعار السلع والخدمات، مما يؤدي إلى ارتفاع الأجور وعناصر عوامل الإنتاج الأخرى... الخ

والنتيجة المستخلصة من التضخم، أنه كلما ارتفع معدل التضخم ارتفع سعر الفائدة ويمكن

توضيح هذه العلاقة بواسطة الشكل التالي:

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



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

4-3-3 **مخاطر الإفلاس**: ويرمز له بالرمز T_2 تعني بها المخاطر التي تنتج عن إفلاس المقترضين

ومن عدم قيامهم بسداد القرض والفوائد وهذا يؤثر على سعر الفائدة.

4-3-4 **مخاطر السيولة**: ويرمز لها بالرمز T_3 إن الزيادة في قيمة الأصل مما يمكننا من بيعه بنفس

قيمه تقريباً، وكذلك التحول إلى نقدية في فترة وجيزة، ونشاط الأسواق التي تزودنا بالسيولة، كلها

عوامل تؤثر على سعر الفائدة، وعدم القدرة على تحويل الأوراق المالية إلى النقدية بسهولة يعني وجود نوع من المخاطر ومنه معدل الفائدة T يصبح:

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

حيث T^* تمثل هامش الربح

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

المطلب الثالث: المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني لإنشاء سوق الأوراق المالية

من المقومات الرئيسية الفعالة لإنشاء سوق الأوراق المالية نجد الجانب التشريعي الذي ينظم ويحكم هذا السوق، ومن بين القوانين المرتبطة بسوق الأوراق المالية والتي يتناولها هذا المطلب مايلي:

- قانون الشركات؛
- قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها؛
- قوانين الأنظمة الضريبية؛
- التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي؛

- قانون الخصخصة؛

1- قانون الشركات

يعتبر قانون الشركات من أهم القوانين المتعلقة بالسوق الأوراق المالية، فهو القانون الذي يتم بموجبه تحديد الإجراءات الواجب اتخاذها لتأسيس الشركات المساهمة العامة وتسجيلها، كما يحدد هذا القانون أنواع الأدوات المالية التي يمكن للشركات المساهمة العامة إصدارها، وشروط ومتطلبات الإصدار، وإجراءات التخصيص، وملكية الأسهم ورأس مال الشركات بمختلف أنواعها، وكيفية تسديده وهيكله وعمليات الاندماج وغيرها من الأمور التي تتضمن شؤون الشركات، كما يتضمن أحكاما تساعد على توفير الحماية، وضمان لحقوق المساهمين والمستثمرين، وسلامة النظام المالي، ومن أهمها تلك المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومستلزمات الرقابة وجهاتها⁽¹⁾.

وتنقسم الشركات حسب التصنيف القانوني إلى:

1-1 شركات الأشخاص: تقوم شركات الأشخاص على الاعتبار الشخصي، والثقة المتبادلة بين الشركات، ويوجد ثلاثة أنواع من الشركات الأشخاص:

(1) أحمد البيطار، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، صندوق النقد

- **النوع الأول: شركة التضامن** ⁽¹⁾ تعتبر شركات التضامن من أكثر الشركات التجارية انتشاراً، نظراً لأنها تتكون من عدد قليل من الشركات يعرف كل منهم الآخر ويثق به، بل أنها غالباً ما تكون بين أفراد أسرة واحدة لضمان التعارف بينهم، وللشركاء بالتضامن صفة التاجر، وهم مسؤولون من غير تحديد، وبالتضامن على ديون الشركة ويتألف عنوان الشركة من أسماء جميع الشركاء، أو من أسماء أحدهم أو أكثر متبوع بكلمة وشركاؤهم، وتتميز بالخصائص التالية: ⁽²⁾
- تحريم التصرف في حصة الشريك.
- المسؤولية التضامنية وغير المحدودة للشركاء.
- يترتب على المسؤولية الشخصية والتضامنية للشريك اكتساب صفة التاجر.
- يظل الشريك المتنازل مسؤولاً عن ديون الشركة السابقة فقط عند خروجه، طالما قام بشهر هذا التنازل، وتتقدم دعاوى الرجوع إليه بمضي 5 سنوات تحسب من تاريخ إجراء الشهر.
- **النوع الثاني: شركة التوصية البسيطة** : تعرف الشركة التوصية البسيطة ⁽³⁾ بأنها "الشركة التي تعقد بين شريك واحد أو أكثر مسؤولين ومتضامنين وبين شريك واحد أو أكثر يكونون أصحاب أموال فيها وخارجين عن الإدارة ويسمون موصين" وتتميز الشركة التوصية البسيطة:
- وجود طائفتين من الشركاء: شركاء متضامنين لهم نفس المركز القانوني الذي للشركاء في شركة التضامن، فهم يكتسبون صفة التاجر، ولهم الحق في إدارة الشركة، وتندرج أسماؤهم في عنوان الشركة، ويسألون مسؤولية تضامنية ومطلقة عن ديون الشركة. شركاء موصين لا يكتسبون صفة التاجر، وليس لهم الحق في الإدارة، ولا تدخل أسماؤهم في عنوان الشركة، ولا يسألون عن ديون الشركة، إلا في حدود الحصة التي قدمها كل منهم، ولا يشهر إفلاسهم تبعاً لشهر إفلاس الشركات.
- عدم جواز انتقال حصة الشريك: ولما كانت شركة من شركات الأشخاص التي ستقوم على الاعتبار الشخصي، فإنه لا يجوز فيها لشريك سواء أكان متضامناً أو موصياً أن يتنازل عن حصته إلا بموافقة جميع الشركاء
- **النوع الثالث: شركة المحاصة** ⁽¹⁾، وهي نوع من الشركات التي يتعاقد فيها اثنان أو أكثر للقيام بعمل واحد أو أكثر، يؤديه أحد الشركاء باسمه الخاص، مع تقسيم الربح أو الخسارة فيما بينهم، وهي شركة خفية ومستترة بالنسبة للغير، ولا وجود لها إلا فيما بين الشركاء ولكن القانون نص عليها. وتتميز بالخصائص التالية:

(1) عباس حلمي المنزلاوي، قانون التجاري، الشركات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الرابعة، 1994، ص: 53.

(2) نفس المرجع أعلاه، ص: 58-61.

(3) مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 138 139.

(4) صلاح جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، مطابع الأهرام، مصر، 1998، ص: 61.

- تعتبر شركة تجارية.

- انعدام الشخصية المعنوية للشركة.

- احتفاظ كل شريك بملكيته لحصته إذا كانت عتبه، أما إذا كانت حصته مالية فهي تكون ضمن رأس مال الشركة. نستنتج فيما سبق أن شركات الأشخاص لا يمكن أن تصدر أسهما أو سندات قابلة للتداول في

البورصة، ويرجع السبب إلى طبيعة التضامنية بين الشركاء إلا إذا تم تحويلها إلى شركات المساهمة.

1-2 شركة المساهمة:(2) تعرف شركة المساهمة بأنها شركة ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون، وتقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة الأسهم التي أكتتب فيها، ويكون للشركة اسم تجاري مشتق من الغرض من نشاطها.

وتتميز بالخصائص التالية:

- أن رأس المال شركة المساهمة ينقسم إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول.

- أن كل شريك لا يكون مسؤولاً عن ديون الشركة إلا بقدر قيمة ما يملكه من أسهم، كما أنه لا يكتسب صفة التاجر لمجرد دخوله في الشركة.

- أن الشركة المساهمة لا تعنون باسم الشركاء، ولا باسم أحدهم، وذلك لأن شخصية الشريك ليس لها أدنى اعتبار في تكوينها.

2- قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها (3)

يمثل قانون الأوراق المالية الخطوة الرئيسية الأولى في تنظيم وإنشاء سوق لتداول الأوراق المالية،

حيث تنظم مراحل تأسيس السوق، والشكل القانوني له، وأهدافه وإدارته وتنظيمه، كما تنظم العلاقات الناشئة

بين جميع الأطراف ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية وتحدد أعضاء السوق والالتزامات المترتبة عليهم

وبشكل عام فإن قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها يتضمن العناصر الآتية:

2-1- نوعية وطبيعة الأوراق المالية: وهي تعليمات إدراج وشطب الأوراق المالية فهي تعليمات تنظم

عملية إدراج الأوراق المالية للتداول في السوق، وإيقافها، أو شطبها، وذلك بما يحقق المحافظة على

سلامة التداول بالأوراق المالية وحماية حقوق المتعاملين بهذه الأوراق.

2-2 الإفصاح المالي وإشهار المعلومات(1): تناول منظروا المحاسبة مفهوم الإفصاح عن المعلومات

الواجب توافرها في القوائم المالية بوجهات نظر مختلفة، فقد جاء على سبيل المثال أن القوائم المالية

يجب أن تصرح عن المعلومات التي تساعد المستخدم عن معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات

(2) مصطفى كمال طه، مرجع سبق ذكره، 2000، ص: 171-172.

(3) أحمد البيطار، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 4-10.

(1) هبة مضر شاكر الطرجي وسعود جايد العامري، قائمة التدفقات النقدية ومتطلبات الإفصاح المحاسبي، مجلة أفاق

اقتصادية، مجلة فصلية متخصصة ومحكمة يصدرها إتحاد غرف التجار والصناعة في دولة الإمارات العربية المتحدة

مركز البحوث والتوثيق، المجلد 24 العدد 93، 2003، ص: 111-115.

التي قامت بها الوحدة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها، فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، أما البعض الآخر فإنه يرى أن الإفصاح يعمل غالبا على ربط الإفصاح المحاسبي بالمفهوم العام لوسائل الاتصال، والذي يقوم على أساس أن الوحدة الاقتصادية تمثل جزءا من البيئة، وعليه فالمحاسب يقيس خصائص الوحدة التي يعمل بها، ثم ينقل نتائج قياساته على شكل رسائل دورية، ممثلة في القوائم المالية إلى المستخدمين، والتي تعد بالنسبة لهم مصدر المعلومات، في حين يمكن أن يفهم الإفصاح المحاسبي على أنه أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة على النشاطات الاقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، كتحقيق الأداء وتقييم السيولة وربحية الوحدة أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط.

ولعله من الواضح أنه هناك تباين بين المفاهيم نتيجة شيوعها وعمومياتها، لذا من الصعب توفير مفهوم موحد للإفصاح في المحاسبة، بل أن شمولية واتساع نطاقه في المجال المحاسبي أدى تطبيقه إلى خلق مشكلات رئيسية يمكن حصرها في العناصر الآتية:

- **الجهات المهمة بالمعلومة:** تتعدد الجهات المستخدمة والمستفيدة من المعلومات الواردة في القوائم المالية، وطبيعي أن يختلف مستوى الإدراك، والفهم لتلك الجهات وإزاء هذه المشكلة، يقترح الباحثون حلا واقعا، وذلك بتطبيق نموذج القوائم المالية إلى تلبية احتياجات مستخدم / مستهدف يتم تحديده وبعدها يجعل هذا المستخدم محورا أساسيا في تحديد أبعاد الإفصاح المناسب عن المعلومات.
- **كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها** تتأثر عادة مشكلة تحديد حجم العينة أو كمية المعلومات الواجب الإفصاح عنها في تقرير الشركة، فالشركات بطبيعة الحال كثيرا ما تتردد في زيادة مستوى الإفصاح المالي بدون ضغط من مهنة المحاسبة أو الحكومة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن زيادة الإفصاح ربما يؤدي إلى أضرار في مصلحة الشركة، وبشكل خاص حينما يشغل الإفصاح من قبل المنافسين، لهذا نجد المحاسبين يتبعون العرف المحاسبي لتحديد الحد الأدنى من الإفصاح، أما من حيث نوعية المعلومات، فكثيرا ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، فمفهوم الأهمية النسبية الملائمة، التوقيت، الموضوعية... الخ.
- **زمن الإفصاح عن المعلومات:** إن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية لا يمكن أن يكون فاعلا ما لم يتم مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصال المعلومات المحاسبية لمتخذ القرار في وقت مبكر، وذلك لأن أي تأخير في إيصالها سيؤثر على قراره، وطالما أن الكثير من القرارات تتخذ نتيجة الإطلاع على التقارير المالية للشركات، لذا فمن المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر الإمكان، لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض

عرض تلك التقارير في فترات متتابة، لكي تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستخدمين.

وأن أهمية تحديد عنصر التوقيت واضحة وصريحة من قبل المهنيين، ويتبين لك من خلال الإلحاح على المحاسبين ومطالبتهم بتقديم تقاريرهم المالية خلال فترة محددة من السنة، عادة بعد ثلاثة أشهر من تاريخ نهاية السنة المالية.

- **كيفية الإفصاح عن المعلومات:** توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تأخذ مخرجاته أشكالاً متعددة، منها القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية وغيرها، ولكي تحقق مجموعة المخرجات الغاية المرجوة منها، لا بد أن تعرض المعلومات بالشكل الذي يسهل من قراءتها وفهمها، وتمتاز بالبساطة والوضوح، وطبيعي أن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة للتعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم.

وفي الأخير يمكن استنتاج أن الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية ملزمة لكل شركات الأموال بنشر البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة، مما يؤدي إلى تعميق ثقة المتعاملين بعمليات السوق، وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم، ويحقق الإفصاح الشفافية عن طريق:

- متابعة التزام الشركات بتوفير البيانات بالدقة والشفافية المطلوبة.

- تطوير قاعدة بيانات الخبرة الحسابية بهيئة سوق الأوراق المالية.

- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.

- تطوير أدلة إرشادية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.

- تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

2-3- الأحكام المتعلقة بالوسطاء: يحدد قانون سوق الأوراق المالية ترخيص الوسطاء وشكلهم القانوني،

ونوعية أعمالهم، وطبيعة الرقابة عليهم، كما يحدد القانون التزامات الوسطاء اتجاه السوق، والحدود الدنيا لرؤوس أموالهم، والعقوبات والإجراءات التي تفرض عليهم في حالة مخالفتهم للقوانين، وتخضع الوسطاء

لرقابة السوق المستثمرة المحافظة على ملاءتهم المالية، باعتبار أن سلامة الأوضاع المالية للوسطاء هي

أحد أهم مقومات سلامة التداول في سوق الأوراق المالية، كذلك تنظم هذه الأحكام نوعية وطبيعة

المعلومات الواجب الإفصاح عنها من قبل الوسطاء، وتحدد المؤهلات الأشخاص العاملين وسلوكياتهم.

2-4- تعليمات تداول الأوراق المالية: وهي التعليمات التي يتم من خلالها تنظيم وتنفيذ عمليات

التداول الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق تحديث عملية التداول ومكنتتها.

2-5- تعليمات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها: تنظم هذه التعليمات إجراءات

تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها، فهي تحدد إجراءات التسوية والتقاضي بين الوسطاء، وعمليات التسوية والتقاضي بين الوسطاء وعملائهم، وإجراءات التسوية والتقاضي بين العملاء والسوق من حيث احتساب وتسديد عمولات السوق، ومواكبتها مع تطبيق المعايير الدولية وتهدف هذه التعليمات إلى:

- نقل الملكية الأسهم من حساب البائع إلى حساب المشتري فور إتمام الصفقة.

- إتمام عملية التسوية المالية بين السوق والوسطاء المعتمدين عن طريق بنك التسوية في اليوم التالي لتاريخ إتمام الصفقة.

2-6- المخالفات والعقوبات: تحدد هذه الأحكام طبيعة المخالفات التي تؤثر على أسعار الأوراق

المالية، ومن أهمها استغلال المعلومات الداخلية أو ترويح الشائعات أو إعطاء معلومات أو بيانات أو تصريحات مضللة أو غير صحيحة قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية أو على سمعة أي جهة مصدرة.

3- قوانين الأنظمة الضريبية:

تعتبر القوانين الضريبية من القوانين الهامة ذات العلاقة لسوق رأس المال، وتستخدم الإعفاءات الضريبية المنصوص عليها في هذه القوانين كحافز على الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل الحوافز من جانب الإعفاءات الضريبية لشركات المساهمة العامة، بحيث تكون أقل من العبء الضريبي على الشركات المقفلة والعائلية، بهدف تشجيع تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة عامة، ويرجع ذلك إلى أن طغيان الطابع المغلق لمثل هذه الشركات يعتبر عاملاً محدداً لنمو الأسواق بالنظر لقدرتها المحدودة نسبياً على التوسع في استثماراتها، وبالتالي في النمو والاستمرار، مقارنة مع الشركات المساهمة العامة التي تملك نوافذ متعددة للتوسع.

كما تشمل الحوافز من جانب آخر الإعفاءات أو تخفيضات الضرائب على أرباح الشركات الناجمة عن التعامل في الأوراق المالية.

4- التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي:

تتضمن هذه التشريعات الأسس والقواعد التي تنظم الاستثمارات الأجنبية ومساهمة المستثمرين الأجانب في المشروعات الوطنية، بما فيها الاستثمارات الأجنبية في أسهم الشركات المساهمة العامة، وتهدف هذه التشريعات بما توفره من مزايا وتسهيلات للمستثمرين إلى جذب الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها أو تحضيرها على الدخول

5- قانون الخصصة:

تعني القيام بمعاملة أو معاملات تجارية تتجسد في تحويل ملكية كل الأصول المادية أو المعنوية في مؤسسات عمومية، أو جزء منها، أو كل رأسمالها، أو جزء منه لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين للقطاع الخاص، وذلك بواسطة صيغ تعاقدية يجب أن تحدد كيفية تحويل التسيير وممارسته وشروطه.⁽¹⁾

(2) وتهدف الخصصة إلى:

- تحسين الكفاءة الاقتصادية: ويتحقق من خلال المنافسة التي تعني تخصيص الموارد وحسن تسييرها، حيث تسعى كل منشأة أو شركة إلى تحقيق أرباح عن طريق المنافسة، مما يعني تحكما أفضل في التكاليف، وتحقيق كفاءة في تسيير وإدارة المنشآت أو الشركات بما ينعكس على تحسين الكفاءة الاقتصادية.
- توسيع قاعدة الملكية: ويتم ذلك عن طريق الاكتتاب العام للأسهم التي تصدرها المؤسسات المعروضة للخصصة من طرف الدولة.
- تنشيط سوق الأوراق المالية: حيث يسعى المستثمرون ورجال الأعمال للحصول على مصادر تمويلية لاستثماراتهم الجديدة أو لإنشاء شركات جديدة، وذلك عن طريق البنوك أو البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، وزيادة عرض الأوراق المالية للاكتتاب العام في البورصة مما يساهم في تنشيطها.

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

لا يمكن تصور إقامة سوق لأوراق المالية دون توفر شركات مساهمة تطرح رأسمالها للاكتتاب، وجهاز مصرفي يعمل على تنظيم عمليات الاكتتاب في سوق الإصدار خاصة، ولتوضيح هذه العناصر يتم التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

- كثرة شركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية وتوفر المالية الوسيطة الأخرى؛
- الجهاز المصرفي ودوره في إنشاء سوق الأوراق المالية.

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

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة، إضافة إلى وجود أدوات مالية كثيرة ومتنوعة، ذات آجال مختلفة، ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر، وانخفاض المخاطر، تغري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها مما يساعد على اتساع رقعة السوق⁽³⁾.

(1) الجريدة الرسمية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 1995/08/26 والمعدل بالأمر الرقم 97-11 المؤرخ في 1997/03/19، العدد 48 ص: 95.

(2) عبد الله سالم، الخصخصة وتقييم الأصول في البورصة، مكتبة النهضة العربية، مصر، 1996 ص: 25.

أما بالنسبة لتوفر مؤسسات مالية وسطية أخرى، من سماسرة الأوراق المالية وتجار الأوراق المالية وبنوك الاستثمار وغيرها، فإن سماسرة الأوراق المالية يعتبرون وسطاء بين مشتري وبتاعي الأوراق المالية، فجمع تلك الفئتين معا يؤدي إلى خلق التعامل الآلي، ومقابل ذلك يحصل السمسار على عمولة مقابل البحث عن مشتري المناسب وبتاعي لهذه الأوراق.

أما فيما يتعلق بتجار الأوراق المالية، فلا يقتصر دورهم على البحث عن مشتري وبتاعي للأوراق المالية وإتمام الصفقة بينهما، بل شراء هذه الأوراق لحسابهم، لذلك فهم يتحملون المخاطر المرتبطة على شراء هذه الأوراق والاحتفاظ بها على أمل إعادة بيعها وتحقيق ربح مناسب في المستقبل. يعني هنا أن كلا من السماسرة وتجار الأوراق المالية يقدمون خدمات أساسية في خلق السوق الثانوي للأوراق المالية، والعمل على تحسين تدفق المعلومات بين المتعاملين في أسواق الأوراق المالية.

أما فيما يتعلق بالمهام والوظائف التي يقدمها تجار الأوراق المالية، فهي نفس الخدمات التي تقدمها بنوك الاستثمار وبنوك الرهن، فهي تتولى عرض الأوراق المالية الجديدة في سوق الأوراق المالية، حيث تتولى بنوك الاستثمار تغطية الإصدارات الجديدة للأسهم والسندات التي تصدرها الشركة، فهي تشتري هذه الأوراق ثم تقوم بعد ذلك بتحفيز المستثمرين في إدخال هذه الأوراق في محفظة الاستثمار، وكذلك بنوك الرهن العقاري، فهي تقبل الأوراق المالية كرهن لها، المساكن الجديدة، كذلك تعتبر هذه النوعيات من المؤسسات المالية ذات طبيعة خاصة، فهي ليست وسيطا ماليا كالبنوك التجارية وشركات التأمين، وهي لا تخلق لنفسها أوراقا مالية ثانوية كما تفعل البنوك التجارية، وإنما (1) يقتصر دورها على نقل الأوراق المالية المصدرة من المنظمات إلى المستثمرين

2- الجهاز المصرفي ودوره في إنشاء سوق الأوراق المالية

لا تقوم البنوك جميعها بأعمال مصرفية من نوع واحد، كما أنها ليست كلها خاضعة لنظام واحد، ولقد اقتضى تعدد الفعاليات المصرفية من حيث الاختصاص أن تصنف البنوك إلى الأنواع التالية:

1-2 تصنيفات البنوك:

يمكن تصنيف البنوك وفق المعايير الآتية:

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

(1) عبد الغفار الحنفي، ورسمية زكي فرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص: 14-15.

تقسم البنوك حسب نوع فعاليتها إلى بنوك ودائع وبنوك أعمال، ⁽²⁾ 1-1-2 البنوك حسب فعاليتها: فبنوك الودائع هي تلك التي تتلقى من الجمهور الودائع تحت الطلب أو لمدة لا تتجاوز السنتين، وهي تتميز باتصالها بجمهور كبير من الناس.

أما بنوك الأعمال فهي التي تقوم فعاليتها الرئيسية بالاشتراك والمساهمة في المشاريع القائمة، أو التي هي في طور التأسيس وفتح الاعتمادات، لمدة غير محددة، للمشاريع العامة التي يتعلق بها هذا الاشتراك.

تنقسم إلى بنوك ذات فروع متعددة وبنوك إقليمية فالأولى تشمل ⁽¹⁾ 2-1-2 البنوك حسب شموليتها: فعاليتها عدة مناطق بالبلاد، ويكون لها فروع في أكثر المراكز التجارية والصناعية الهامة، وتلعب هذه البنوك في الواقع دور اقتصاديا هاما، إذ تتلقى القسط الأكبر من الودائع، وتقوم بتقديم القسط الأكبر من الاعتمادات والتسهيلات.

أما البنوك الإقليمية، فتحصر فعاليتها في مدينة واحدة أو مركز واحد، وتقوم عادة بدور الوسيط بين مختلف الزبائن والبنوك الإقليمية الأخرى.

تنقسم البنوك حسب هذا التصنيف إلى: ⁽²⁾ 3-1-2 البنوك حسب علاقتها بالدولة:

- بنوك القطاع العام.

- بنوك القطاع الخاص.

- بنوك مختلفة.

وتنقسم على: ⁽³⁾ 4-1-2 بنوك حسب جنسيتها:

-البنوك الوطنية.

- البنوك الأجنبية.

- البنوك الإقليمية مثل صندوق النقد العربي.

- البنوك الدولية مثل البنك الدولي.

2-2 دور البنوك في إنشاء وتنشيط سوق الأوراق المالية

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

⁽²⁾ رشاد العصار ورياض الحلبي، النقود والبنوك، دار الصفاء لنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2000 ص: 67.

⁽¹⁾ رشاد العصار ورياض الحلبي، مرجع سبق ذكره، 2000، ص: 68.

⁽²⁾ خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية والطرق المحاسبية الحديثة، دار وائل للنشر، الأردن، 1998، ص: 200.

⁽³⁾ نفس المرجع أعلاه.

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

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

- تساهم البنوك في سوق الأوراق المالية من خلال إنشاء ما يسمى بصناديق الاستثمار حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل ،وتكون هذه البنوك جميعا تحت وصاية البنك المركزي ،الذي يتدخل لتعديل الانحرافات إذا وجدت عن طريق الائتمان ،سواء بتوسيع (4)أو الانكماش حسب السياسات التي ترغب الدولة في تطبيقها شرط ألا تعيق نمو السوق

للجهاز المصرفي دراية ومعرفة بالوضع المالي لكل شركة ،لأنه يتعامل معها ويقرضها ،أو يمسك ودائعها ،وبالتالي فإن البنك يستطيع أن يعرف القيمة الحقيقية لسهم الشركة التي تتعامل معه ،وعلى أساس هذه القيمة يمكن أن يتصرف البنك في عمليتي التمويل والتسويق ،سواء لصالحه أو لصالح زبائنه، كما يمتلك هذا الجهاز العديد من الكوادر المالية والمصرفية المؤهلة والملمة بأنواع الأوراق المالية ،الأمر الذي يمكنها من توجيه زبائنها نحو الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة ،علما بأن ثقة الزبائن في البنك وفي توفير الخبرة له سوف يسهل مهمة البنك في إقناع هؤلاء الزبائن، وتزيد من قدرته على ترويج وتسويق الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية، كذلك يمكن للبنوك أن تشجع زبائنها على الاستثمار في الأوراق المالية من خلال القروض لغرض شراء الأسهم ،الأمر الذي يساعد على توسيع قاعدة الملكية ،علما بأن هذا الاتجاه سوف يتيح الفرصة أمام العاملين لامتلاك عدد من أسهم الشركات التي يعملون فيها، كما يمكن للمصارف التجارية أن تقوم بتدوير محافظ الأوراق المالية، سواء لحساب صغار المستثمرين أو لحسابها ،من خلال شراء الأسهم التي تطرح الاكتتاب العام ،ولا يتم تغطيتها بالكامل، وعندما تشهر الشركة نفسها، وتبدأ في العمل يكون المستثمرون قد اطمأنوا إلى استقرار هذه الشركة ،فيزداد الطلب على أسهمها فتتولى هذه المصارف إعادة طرح الأسهم للبيع مرة أخرى(1).

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

(1) عوض محمد باسراجيل، دور البنك المركزي اليمني في إنشاء سوق الأوراق المالية وتطويرها، ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية المنظمة العربية لتنمية الإدارية، شرم الشيخ، مصر، 06-10

2005/03/ ص ص: 231 232

خلاصة الفصل الأول

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

كذلك تمثل سوق الأوراق المالية سوقا بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع هي الأسهم والسندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري وتصنف الأسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب. وتمتاز الأوراق المالية بخاصية التجانس، فسهل أو سند شركة معينة ما تكون متجانسة في قيمتها وشروط إصدارها، وهذا ما يسهل عملية التقييم ويسهل أيضا من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية.

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

ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق إلى بكفاءة الأسواق الأوراق المالية ومؤشراتها من جهة، سوف يتم التطرق إلى هذه العناصر في الفصل الثاني، والذي يتناول أسواق الأوراق المالية كفاءتها ومؤشراتها وأثر عولمتها.

الفصل الثاني

أسواق الأوراق المالية:
كفاءتها، مؤشراتنا وأثر
العولمة عليها

العولمة عليها مؤشراتها وأثر الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية: كفاءتها،

لقد أصبحت البورصة تستقطب الكثير من المستثمرين نظرا لما قد تدر عليهم من أرباح، إذ أصبحوا يوظفون مبالغ ضخمة فيها، الأمر الذي يقتضي توافر قدر من البيانات والمعلومات حول السوق، فلا يختلف اثنان حول أهمية المعلومة والإفصاح عنها، بل يعد ذلك أساسيا لسلامة أي سوق واستمراره لذا يتوجب توفير المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق، حتى يتمكن المستثمرون ترشيد قراراتهم، فالإفصاح عن المعلومة قد سنت له قوانين تعمل على انتظام الإفصاح عنها ونشرها في الوقت المناسب، فتحديد قيمة الأوراق المالية بناء على المعلومات المتوفرة هو تحديد لقيمتها الحقيقية في هذا السوق فهذا الأخير يؤمن بأن أي معلومة ترد إلي السوق تنعكس بسرعة في سعر الورقة المالية ويسمى ذلك السعر: السعر العادل، ليس هذا فحسب بل يعتمد المستثمرون على المؤشرات البورصة التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة فهي تعطي صورة مسبقة عن السوق للمستثمر الجديد والقديم على السواء، فهي بمثابة مقياس لدرجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة، فهو يلخص بشكل عام أداء السوق، والمؤشرات ليست من شكل واحد بل هي على عدة أنواع، كما أن لكل دولة مؤشراتنا فنجد مؤشرات في ال.وم.أ وأخرى في اليابان وأخرى في الدول الأوروبية، كما أن داخل البلد الواحد تختلف المؤشرات من سوق لأخرى.

وبعد تحرير الخدمات المالية في إطار اتفاقيات الجات 1994 عرفت حركة رؤوس الأموال تطورا كبيرا مما انعكس على أداء وتطورات أسواق الأوراق المالية، فاتجهت بعض الأسواق نحو عمليات الاندماج خاصة بين أسواق الأوراق المالية الناشئة وأسواق الأوراق المالية المتقدمة، ولتوضيح أكثر قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية؛
- عولمة أسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول: فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة الأسواق أوراق المالية وما زالت تثير اهتمام الباحثين والمتعاملين في هذا الأسواق لما يمكن أن يتوقع عنها، فوفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.

وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتمكن أي منهم في تحقيق سبق في الحصول على المعلومات أو في تحليلها ومن ثمة فلن نتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، لذا سوف يتم البحث في العناصر الآتية:

- نظام المعلومات وأهميته؛
- مفهوم ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: نظام المعلومات وأهميته

تعد المعلومات مادة القرار فإذا كانت عملية الإنتاج تتطلب المواد الأولية فإن مادة إتخاذ القرار هي البيانات والمعلومات التي يتوفر عليها متخذ القرار، ويتوقف القرار على مدى صحة المعلومات وتخزينها ووصولها في الأوقات المناسبة إلى مراكز إتخاذ القرار، ونظام المعلومات له علاقة ترابطية مع كفاءة الأسواق المالية ولذا سوف نحاول البحث في العناصر الآتية :

- مفهوم نظام المعلومات وعناصره؛
- خصائص نظام المعلومات وأنواعه؛
- الجهات المهتمة بالمعلومات.

1-1- تعريف نظام المعلومات وعناصره:

1-1- تعريف المعلومة: يمكن تعريف المعلومة بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لإتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ما ندركه عند مكان أو حدث ما، وأن توضح لمستخدميها شيئا لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به، فالمعلومة تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض من مخاطر عدم التأكد لأية حالة، وحتى تؤدي المعلومة دورها الكامل لا بد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة، الملائمة، توفير المعلومات في الوقت المناسب، الشمول، الاستمرارية أي الانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية وأخيرا العدالة ونعني بها توفر المعلومات والبيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.

1-2- تعريف نظام المعلومات:

يمكن تعريف نظام المعلومات على أنه "مجموعة النظم الفرعية للأفراد والبيانات والإجراءات والمعدات والبرامج، كما يمكن تعريفه على أنه مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لاتخاذ أكفأ القرار أو التصرف الأحسن في وقت معين.²

وهناك تعريف آخر يرى أنه عبارة عن تجميع للأفراد والأدوات والمعدات وتشغيل البيانات ووسائل الإدخال والإخراج ومعدات الاتصال وذلك لإمداد بالمعلومات الحقيقية والشاملة والمرتبطة باحتياجها في الوقت المناسب، وتشغيل ومراقبة أعمال المؤسسة ولذلك نستطيع تعريف نظام المعلومات: على أنه مجموعة عناصر (موارد بشرية، مادية...الخ) تسمح بالمعالجة والتخزين وإيصال المعلومات.

1-3- عناصر نظام المعلومات:

إن نظام المعلومات كغيره من الأنظمة الأخرى يتكون من العناصر الآتية :

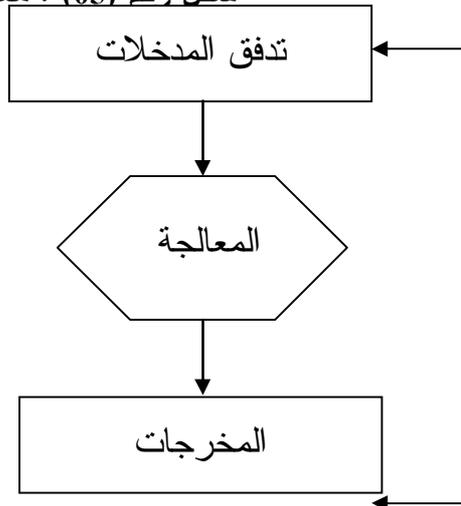
- **المدخلات:** تتمثل مدخلات نظام المعلومات في بيانات تاريخية وتقديرية عن عمليات المؤسسة وقد تكون هذه البيانات (مالية، إحصائية، عينية...)

- **المخرجات:** وهي متغيرات الخروج وتكون مرتبطة مباشرة بتحقيق أهداف النظام وإتخاذ القرارات وقد تكون هذه المعلومات مالية أو عينية في شكل نسب أو رسوم بيانية أو غيرها.

وعن طريق المعالجة تتحول البيانات (المدخلات) إلى معلومات (مخرجات) وهذا طبقاً للطرق والنماذج المحاسبية أو الرياضية أو الإحصائية أو غيرها، والتي يمكن أن تحول المعلومات الناتجة عن النظام المطبق وأن يتم استعمالها مرة أخرى كبيانات في دورة أخرى للمعالجة وتسمى في هذه الحالة معلومات التغذية العكسية وهكذا...

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (05) : معلومات تغذية العكسية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على محمد الفيومي، نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية، الدار الجامعية المصرية، مصر، 1990.

1-4- مصادر المعلومات:

² - R. REIC, Système d'information et management des organisations, Edition Vuibert 1995, P 10.

يعتبر إدراك وتفهم مصادر المعلومات عنصراً أساسياً حتى يمكن للمدراء التعايش مع مختلف هذه المعلومات وعموماً مصادر المعلومة تتمثل في مصدرين بالنسبة للمؤسسة.

* مصادر داخلية للمعلومات:

وصدرها يكون من داخل المؤسسة كالتقارير المنتظمة، وغير المنتظمة التي تعدها الإدارات المختلفة بكمية كبيرة من المعلومات الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل يمكن استخدامها في تجميع المعلومات إضافة إلى هنا نجد مصدراً إضافياً للمعلومات ممثلاً في العمال حيث يقدمون معلومات بطريقة غير رسمية، فالمحادثة غير الرسمية مع العمال خلال فترة الراحة عن السياسات والمعدات الجديدة أو القديمة يمكن أن تقدم معلومات جيدة ومفيدة، كما لا ننسى المعلومات التي توفرها المحاسبة التحليلية وهي معلومات داخلية جد هامة تعتمد عليها المؤسسة في التسيير والإدارة³.

* المصادر الخارجية للمعلومات:

وهي معلومات تأتي من خارج المؤسسة ويمكن الحصول عليها من خلال:
عملية شراء المعلومات من خارج المؤسسة: وهي عملية متكررة وضرورية مثل المعلومات التي تتحصل المؤسسة من مكاتب البحوث والدراسات... إلخ.
النشرات: وهي تلك المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسات عن طريق الاشتراك في مجلات أو جرائد متخصصة.

2- خصائص نظام المعلومات وأنواعه:

2-1- خصائص نظام المعلومات:

تحدد خصائص نظام المعلومات بما يلي⁴:

- الهدف من النظام:

ويعني توفير المعلومات اللازمة للأنظمة الأخرى داخل المؤسسة وخارجها بصفة عامة وتوفير المعلومات اللازمة لنظام القيادة بصفة خاصة، أن نظام المعلومات يساعد على التسيير الجيد للمؤسسة إنطلاقاً من القرارات الجيدة والموثوق بها التي يمكن إتخاذها إستناداً إلى معلومات تتصف بالدقة والصحة والتي تخفف من حالة المخاطرة.

- هيكل نظام المعلومات:

الخاصية الثانية لأنظمة المعلومات هي أنها أنظمة تتعامل مع الأفراد والآلات وتختلف كثافة استخدام كل من العنصرين إستناداً إلى حجم الوحدات الاقتصادية، فزيادة حجم الوحدة الاقتصادية تزيد الكثافة لصالح الإستخدام الآلي ولذا نجد من نظام المعلومات ما يستخدم وسائل آلية مساعدة بسيطة ومحدودة نظراً لصغر حجم الوحدة الاقتصادية.

- عمليات النظام:

62.- محمد الفيومي، مرجع سبق ذكره، 1990، ص³

- نفس المرجع أعلاه، ص 485

تشتمل عمليات نظام المعلومات : الإستلام، التسجيل، التخزين، الإسترجاع، الإعداد، العرض واتخاذ القرارات، فإتخاذ المعلومات يترجم المعلومات عن البيئة وعن محتوياتها كمدخلات.

تخزن هذه المعلومات ويلحقها بمعلومات سبق تخزينها ويعاد استعمالها في أي لحظة يطلبها المدراء قصد اتخاذ قرارات بخصوص حدث أو عملية معينة

ويمكن تلخيص هذه الخصائص في الجدول التالي :

جدول رقم (03) : مواصفات الأنظمة الفرعية للوحدة الإقتصادية

النظام	أهداف النظام	هياكل النظام	عمليات النظام	مدخلات النظام	نتائج النظام
- نظام إتخاذ القرار	المفاضلة والإختيار بين البدائل	أفراد	- وجود فرصة إتخاذ القرارات - وجود إتجاهات بديلة مشتركة - الإختيار بين البدائل	- معلومات - معرفة ذاتية - حكم شخصي	قرارات
- نظام المعلومات	تقييم المعلومات للأنظمة الأخرى والمستخدمين الخارجين	أفراد / آلات	- إستلام، تخزين - إسترجاع، إعداد، تحويل، عرض وإتخاذ القرار	بيانات	معلومات
- نظام العمليات	أداة العمليات المادية للوحدة الإقتصادية	أفراد / آلات	الحصول على موارد تحويلها وإعدادها لاستخدام العملاء	- عقود، مواد خدمات - قرارات - معلومات	- نقود - مواد - خدمات

المصدر : نادية أيوب، نظرية القرارات الإدارية، مطبعة طربين، سوريا، 1989، ص: 92.

2-2- أنواع نظم المعلومات:⁵

يضم النظام المتكامل للمعلومات الإدارية العديد من النظم التي تخدم الكثير من الأغراض الإدارية في المؤسسة بحيث أن هذه الأخيرة، لا توجد بصورة منفصلة عن بعضها البعض بل لا بد من تكاملها معا في نظام واحد.

⁵-أحمد نور، المحاسبة الإدارية، دار النهضة العربية، بيروت، 1984، ص ص: 44 45.

لذلك فإنه عند تصميم أي نظام فرعي للمعلومات كنظام الإنتاج، التسويق الخاص بالأفراد، المحاسبي... إلخ لابد من الأخذ بعين الاعتبار ضرورة توفير تكامل هذا النظام الذي يجري تصميمه مع الأنظمة الأخرى.

أما إذا تم إهمال هذا الأمر فإنه سوف يؤدي حتما إلى وجود أنظمة فرعية منفصلة، ولن يعطي الفعالية المطلوبة في الأداء وتقوم المؤسسات غالبا بتصميم الكثير من النظم الفرعية التي تساعد في تحقيق أهدافها. ويمكن الإشارة إلى هذه النظم بإيجاز:

- نظام المعلومات الخاصة بالإنتاج :

يهتم بالتدفق المادي للسلع أو الإنتاج وهذه البيانات تغطي أنشطة معينة مثل تخطيط ومراقبة الإنتاج.

- نظام المعلومات الخاص بالتسويق :

يهدف إلى تحسين النتائج من خلال أنظمة المعلومات التالية التخطيط والتنبؤ بالمبيعات، بحوث التسويق، الإعلان، معلومات التشغيل والرقابة كتقارير البيع والتوزيع... إلخ.

- نظام المعلومات الخاص بالأفراد :

تتعلق هذه المعلومات بالعاملين في المؤسسة وتهتم هذه المعلومات بتوفير بيانات اللازمة للحصول على العمال والإحلال وتدريبهم ومكافأة القوى العاملة.

- نظام المعلومات المحاسبي:⁶

هو شبكة اتصال رسمية أو كونه تجميع أجزاء متكاملة لابد وأن يكون ممثلا في مجموعة من الأشياء المادية كالسجلات والمسندات والآلات... إلخ.

والعناصر المعنوية كجهود الموظفين التي تهدف إلى تحقيق غرض معين الذي هو تزويد الإدارة بالمعلومات اللازمة لتسيير نشاط المشروع وقياس نتائجه ومتابعتها.

3- الجهات المهمة بالمعلومات :

هناك عدة طوائف تهتم بالمعلومات، فهي الأساس الذي يعتمد عليه لإتخاذ قرارات رشيدة كل حسب أهدافه وفيما يلي أهم الأطراف المهمة بالمعلومات:⁷

3-1- المقرضون:

قد تتلقى المنشأة قروض، سواء قصيرة أو طويلة الأجل ومن مصادر مختلفة قد تكون البنوك، أو عن طريق إصدار السندات، والتي يمكن أن تتخذ شكل سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، هذه الأخيرة تسمح للمقرض إستبدال سندات بحقوق ملكية، إذ رأى أن ذلك سوف يكون مربحا له.

إلا أن ما يمكن تمييزه في كافة علاقات توفير الإئتمان أنها تمتاز بنبات المنفعة التي تعود على المقرضين مهما حققت المنشأة من أرباح، فالمقرض يبقى مقيدا بسعر الفائدة الثابت المحدد في العقد، لكن إذا حققت المنشأة خسائر أو واجهت ظروف سيئة فإن أصل القرض وفوائده قد يتعرض للخطر،

⁶- عبد الحي مرعي، محاسبة التكاليف لأغراض التخطيط والرقابة، مؤسسة شباب الجامعة، 1972، ص: 79.

⁷- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص: 51-55.

وتمثل المعاملة غير المتساوية لنسبة المخاطرة التي يتحملها المقرض في حالة الظروف السيئة مقارنة بثبات المنفعة التي تعود عليه في حالة الازدهار، التأثير الرئيسي على وجهة نظره وعلى طريقة تحليلية لاحتمالات وإمكانات تقديم الإئتمان.

ويوجد إختلاف بين وجهة نظر المقرض ووجهة نظر المستثمر فيما يتعلق بحقوق الملكية، وهذا الاختلاف ينتج عنه اختلافات في طريقة تحليل الإمكانات المستقبلية والأهداف التي يسعى لتحقيقها، فالمستثمر يهتم بالإمكانات المستقبلية للأرباح والمكاسب والتغيرات التي تحدث فيها، أما المقرض فيهتم أساساً بحصوله على ما يضمن تسديد قرضه وفوائده، مثل القيمة السوقية العادلة للأصول المرهونة، كما يهتم بالأصول، وتحليل التدفقات النقدية المستقبلية، ومدى إستقرار تلك التدفقات والإعتماد عليها، ويكون المقرضون أكثر تحفظاً من المستثمرين في نظرهم ومنهجهم، ودرجة إعتمادهم على تحليل القوائم المالية، لأنها تعمل على طمأننتهم بخصوص قدرة المنشأة المقترضة على التحكم في التدفق النقدي والحفاظ على مركز مالي سليم في ظل مجموعة من الظروف، وتختلف المعلومات التي يحتاج إليها المقرض، ففي حالة الإئتمان قصير الأجل فإن الدائن يهتم أساساً بالوضع المالي الحالي، وسيولة الأصول المتداولة ومعدل دورانها، أما إذا كان القرض طويل الأجل، بما في ذلك السندات، فهو يحتاج إلى معلومات تسمح بتحليل توقعات التدفقات النقدية والأموال، وتقييم القدرة الإيرادية على المدى الطويل، وذلك كمصدر أساسي للشعور بالأطمئنان بشأن قدرة المنشأة على سداد الفوائد وأصل الدين في ظل مجموعة متنوعة من الظروف الإقتصادية.

3-2- المستثمرون:

ويعتبر المستثمرون أكثر الأطراف إرتباطاً بالمنشأة وأكثرهم تعرضاً للمخاطرة، كما أنهم أكثر الأطراف التي تجني المكاسب في حالة نجاح المنشأة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف تحملاً للخسائر في حالة فشل المنشأة، لذلك يحتاج المستثمرون الحاليون، والمرقبون إلى المعلومات بصفة مستمرة حتى يمكنون من تقييم فرص الإستثمار المتاحة، والمفاضلة بين البدائل الإستثمارية وإتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف مواردهم بصورة ناجحة، كما يحتاج إلى المتابعة المستمرة وتقدير الاحتمالات المستقبلية لتقدير كيف تسير الأمور، ولتحديد ما إذا كان يزيد من إستثماراته أو يحفظها أو يتحول إلى مشروع آخر.

3-3- الإدارة:

تعتبر الإدارة من بين الجهات التي تهتم بالمعلومات، لأنها ذات المصلحة الأولى في معرفة الوضع المالي للمنشأة، وربحيتهما وتقدمها، وتقوم الإدارة بإجراء تحليل البيانات بصفة مستمرة نظراً لمعايشتها اليومية لظروف المنشأة، وقدرتها اللامحدودة في الإطلاع على السجلات المحاسبية الداخلية وغيرها. والهدف الرئيسي للإدارة من وراء استغلال المعلومات وتحليلها هو ممارسة الرقابة على أعمال المنشأة، والنظر إليها من نفس الزاوية التي تراها بها الأطراف الخارجية المهمة بالمنشأة،

وملاحظة أهم التغييرات واتجاهاتها مما يسمح باتخاذ الإجراءات المناسبة لمواجهة الاتجاهات السلبية في الوقت المناسب وهو ما يمثل جوهر الرقابة.

3-4- الجهات الحكومية:

تحتاج الجهات الحكومية بدورها إلى المعلومات حتى تتمكن من رسم بعض السياسات على المستوى الكلي، كما تحتاج الإدارة الضريبية إلى المعلومات المالية عن الشركة لإمكان حساب الضرائب المستحقة عليها.

3-5- مراقبي الحسابات:

يحتاج مراقبي الحسابات إلى الحصول على كافة المعلومات، والإيضاحات الكافية لإبداء رأيه الفني المحايد عن مدى إظهار القوائم المالية للمنشأة لكافة الحقائق والمعلومات بعدالة وموضوعية، وأنها أعدت في ضوء المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، ويعتبر تقرير مراقبي الحسابات عنصر ثقة في القوائم المالية التي تعدها المنشأة.

المطلب الثاني: تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع المفهوم العام للفعالية، فالفاعلية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى نتائج التي يتم تحديدها مسبقاً وإن الهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد.

فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية.

ومن هنا نشير إلى إختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث أن الفعالية تركز على نقطة

النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها البلوغ هذه النقطة.

وسوف نتطرق في هذا الصدد إلى النقاط الآتية :

- مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية؛

- متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية؛

- المعلومات وأسواق الأوراق المالية.

1- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعرف السوق الكفاءة بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:⁸

- التخصيص الأمثل للموارد

- التقييم الدقيق للمبادلات

⁸ - J. Teulie et topsa calian, Finance, Edition Vuibert, Paris, pp : 74-75.

- تقديم خدمات بأقل تكلفة

كما يقصد بالسوق الكفاء⁹، ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة، والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب التعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك الأسهم من مخاطر أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الإستثمار يكفي للتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه وأن سعر السهم في السوق الكفاءة يعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهذا يشير إلى نقطة جديرة بالإهتمام هي أن تكون المعلومات متاحة للجميع وهذا لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماما فقرارات بعض المساهمين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة أي ليست مغال فيها أو أقل مما ينبغي أي مبنية على معلومات سليمة.

مفهوم الثالث: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا، وفي سوق يمتاز بكفاءة يعكس سعر السهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الإقتصادية العامة لأداء المنشأة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسملة الأرباح، ورقم الأعمال وغيرها ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاءة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما،¹⁰ من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية كما يلي:

- يكون سوق الأوراق المالية كفاءة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية ومن الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق الأوراق المالية.

- منافسة تامة

- توفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق

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

⁹-منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف الإسكندرية، 1999، ص ص: 489-490.

- حسان حضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابق والعشرون (27)، مارس¹⁰ 2004، ص ص: 8-9.

2- متطلبات كفاءة الأسواق الأوراق المالية :

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين وهما:¹¹

2-1- كفاءة التسعير:

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

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل

لأسباب التالية:

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

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

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

2-2- كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمختصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستجلبهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما

يلي:¹²

- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر،¹¹

2001، ص: 191-192.

- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 133-134.¹²

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الإحتكار. وبتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق والإتساع حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا مايعرف بخاصية الإستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.
- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، ويتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرية المناسبة كما أن توفر هذه الخاصية توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي مايعرف بإستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.
- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات إتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية : بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة ويشكل بحد من عملية مايعرف بإحتكار المعلومات وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والإستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- كما يشترط أن تكون السوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولاً، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات إستشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الإستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

3- المعلومات وأسواق الأوراق المالية :

تتوقف كفاءة السوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن

نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس العناصر الآتية.¹³

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي

يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن إستخدامها في المفاضلة بين فرص الإستثمار المختلفة.

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

هناك طرفين تتعامل بالمعلومات وفقا لمنطق الرشادة الإقتصادية عن طريق عرض أو طلب

تلك المعلومات.¹⁴

الطرف الأول: معدي ومنتجي المعلومات: ولديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها

- مراعاة الإستخدام الخاص بالمعلومات وإنتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق.

- بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين

- النشر المجاني للمعلومات لتشجيع شراء سلع أخرى

- التضليل والخداع في المعلومات.

الطرف الثاني: مستخدمين المعلومات ولديهم أربعة حالات ممكنة لإستخدامها وهي :

- الحصول عن المعلومات بالطريقة المباشرة عن طريق السؤال والبحث

- شراء المعلومات من السوق مباشرة

- الحصول على المعلومات مجانيا

- تقييم المعلومات المتاحة.

مما سبق ذكره يتضح أهمية المعلومات ومدى نوفرها في سوق الأوراق المالية وعدم تكافؤ

المستثمرين أي المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق المالي الفعال

وفي حالة عدم تكافؤ فرص الحصول المتعاملين على المعلومات في سوق الأوراق المالية تسمى هذه

الحالة بعدم تماثل المعلومات، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثلا يحوز

كبار موظفي المؤسسة على معلومات معينة يستطيعون حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير

عادي لحسابهم الخاص وذلك قبل نشرها في التقارير المالية¹⁵

المطلب الثالث: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية

- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقديم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص: 132.

132.

- شوقي السيد فودة، نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية¹⁴

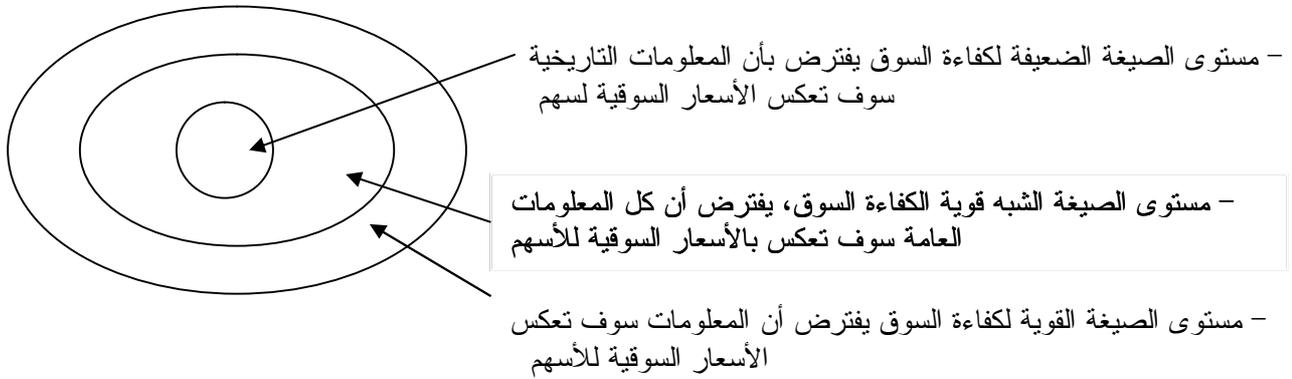
المصرية، مجلة آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد 4، 1998، ص: 165.

- محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 133.¹⁵

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

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

شكل رقم (06) المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2001، عمان، الأردن، ص 149.

والجدير بالذكر أن هذا التقسيم للمستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية ناتج عن عام 1965 حلل بموجبها حركة أسعار الأسهم FAMA الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحث فاما الحركة اليومية FAMA، حيث راقب Dow Jones المستخدمة في حساب متوسط، دور جونز للأسعار (30 سهم) خلال 5 سنوات وقد خلص من دراسته إلى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم، وقد بين تماما أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المستثمر في الأسهم وبشكل مفاجئ قادرة أن تغير من نظرة المستثمر المستقبلية وبما أن المعلومة التي تصل إلى المستثمر مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فإن أسعار الأسهم أي القيمة السوقية سوف تتقلب عشوائيا صعودا ونزولا وفقا لنوع المعلومة التي ترد إلى السوق.¹⁶

وفي هذا المطلب يتم تناول المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية وهي¹⁷:

¹⁶ - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص: 124.

¹⁷ - عبد الغفار حنفي، اليورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، بدون سنة الطبع ص 155.

- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق؛

- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق؛

- الصيغة القوية لكفاءة السوق؛

1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق :

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

2- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق:

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

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

3 - الصيغة القوية لكفاءة السوق:

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

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

المبحث الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية والحكم على أداء المديرين وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية لذلك إرتأينا أن نبحث في العناصر الآتية :

- ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية؛
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية؛

المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

وسوف نتطرق في هذا المطلب إلى نقطتين :

- مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية وإستخداماتها ؛
- بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية؛

1- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها

للمؤشرات عدة تعاريف و عدة استخدامات يمكن التفصيل فيها من خلال الآتي:

1-1 - تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية، يمكن ذكر:

التعريف الأول: "مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك

يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم".¹⁸

يلاحظ في تعريف مؤشر السوق أنه يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية

محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي في لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الذي يعكس تحركات السوق وإتجاهها بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار.

التعريف الثاني: يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة

بطريقة مستمرة ومنتظمة.¹⁹

التعريف الثالث: "يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالإستناد على عينية

من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالبا

ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه".²⁰

يلاحظ من خلال التعريف أنه يعتمد على جملة من المعطيات نذكر منها:

- قيمة الأسهم الشركات

¹⁸ - محمد صلح الحنوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجمعية، مصر، 2002، ص: 251.

¹⁹ - Commission D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, (COSOB), guide de l'investisseur, novembre 1997, p 21.

²⁰ - حسان خضر، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 07.

- أسهم الشركات المنظمة وغير المنظمة

كما يلاحظ أن القيمة تتحدد عن طريق حاصل ضرب الكمية المباعة من الأوراق المالية في

سعرها. ومن هذا المفهوم نستنتج أنه هناك نوعين من المؤشرات :

- مؤشرات عام وهو يقيس حالة السوق بصفة عامة وهو المؤشر الذي يقيس حالة الإقتصاد الكلي

- مؤشر جزئي (قطاعي) وهو يقيس حالة السوق في قطاع معين (قطاع الصناعة، قطاع الخدمات...إلخ).

التعريف الرابع:

المؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع إقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى²¹.

من خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية.

على أنها تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعي سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة .

1-2- استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية :

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور الإقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص.

ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للإقتصاد لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الإقتصادي إلى صورة كمية حيث تعكس المؤشرات الظروف الإقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب إتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية.

ونظرا لإختلاق المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى إختلافات إهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الإستخدامات نذكر²²:

- متابعة أداء المحافظ الإستثمارية المالية :

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة وبالتالي حتى تعكس أداة مؤشر أسهم أداء المحافظ الإستثمارية المالية المنوعة تنوعا جيدا فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الإستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا مارغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة إستثمارات تكافئ محفظة الإستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.

²¹.- P. TOPSCALIAN, Les indices boursières sur action, Economica, Paris, 1996, p : 09.

²²- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص ص: 233-234

ويجب مراعاة أن هناك مؤشرات يتم حسابها على أساس قطاعات مثل مؤشر ستاندر آند بور لشركات المنافع العامة ومؤشر داو جونز لشركات النقل وفي هذه الحالة لا يجب الإعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق بل تعتبر هذه المؤشرات مقاييس جيدة لمحافظ الإستثمارات التي تشتمل أسهم الشركات المنافع العامة وشركات النقل.

- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات:

يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية إتخاذ القرار. بالإضافة إلى الإستخدامات يمكن اضافة الاستخدامات الآتية.²³

- الحكم على أداء المديرين :

وفقا لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.

- التنبؤ بالحالة الاقتصادية :

يشير بعض الباحثين في الإقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الإقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشار عليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدما بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم. 5- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجم عنه زيادة الإستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة.²⁴

2- بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية:²⁵

من بين المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية يمكن ذكر:

ويحدد عن طريق: 2-1 مؤشر حجم سوق الأوراق المالية :

- الرسملة السوقية: وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

قيمة الأسهم المدرج في السوق

²³ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 247.

²⁴ - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 252.

²⁵ - حسان خضر، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 06.

- عدد الشركات المدرجة: وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.
- 2-2- السيولة:** وتحدد عن طريق
- نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي
- الدوران : نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق.
- 2-3- تقلبات العوائد :** ويمكن قياسها بمعامل الاختلاف، الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة زمنية معينة أو يقاس باستخدام الإنحراف المعياري.
- 2-4- درجة تركيز السوق :** وتحسب بقياس الرسملة السوقية لأكثر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.
- 3- المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية :**
- 3-1- حجم العينة وملاءمتها :**

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب تلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:

- **في الحجم :** فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق .

- **الإتساع :** فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف قطاعات السوق

- **المصدر :** فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية "26.

وما تجدر إليه الإشارة إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة دون تحيز لنوع معين من الشركات الصناعية²⁷.

3-2- الأوزان النسبية لمفردات العينة :

يوجد ثلاثة طرق للترجيح وهي:²⁸

- **الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية :**

يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاثة (03) أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80 ون، 70 ون، 50 ون فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر سهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر ويكون الوزن النسبي للأسهم الثلاثة على النحو التالي على سبيل المثال :

- حسان خضر، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 8.26

- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 235.27

- P. TOPSCALIANE, Op.cit , 1996, pp:25-39.28

السهم	السعر السهم (و.ن) وحدة نقدية	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
أ	80	$0.40 = 200 \div 80$
ب	70	$0.35 = 200 \div 70$
ج	50	$0.25 = 200 \div 50$
المجموع	200	1

هناك مجموعة من الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة نذكر منها:

- إن سعر السهم لا يغير من قيمة المنشأة، فقد تتساوى القيمة الإجمالية السوقية لأسهم شركتين على سبيل المثال ولتكن 1000000 ون. وأن عدد الأسهم للشركة الأولى والثانية على الترتيب 10.000، 40.000 سهم، وفي هذه الحالة يكون سعر السهم للشركتين على الترتيب 100 ون و 25 ون، ويترتب الترجيح على أساس السعر أن يكون وزن النسبي لأسهم الشركة الأولى معادلاً لأربعة أضعاف الوزن الشركة الثانية ويكون الوزن النسبي الأعلى ناتجاً عن انخفاض عدد الأسهم المصدرة رغم تساوي القيمة الاقتصادية للشركتين .

- بالإضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم دون أن يكون هناك تغير حقيقي في الأسعار.
* **الترجيح على أساس تساوي الأوزان :**

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح، ويتم حساب هذا العامل على أساس السعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم. ومن ثمة فإن الوزن النسبي المتساوي للأسهم = سعر السهم × معامل الترجيح.

ومن الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر حيث يقتصر الترجيح على أساس سعر السهم دون النظر في عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير الوزن النسبي في البورصة
* **الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر :**

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس السعر الأسهم الفردية للمؤشر إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

ويتضح من خلال التحليل السابق أنه :

- إختلاف قيمة وعائد المؤشر بإختلاف طريقة المستخدمة في ترجيح أسهم المؤشر.
- يعبر عائد المؤشر عن العائد الناتج عن تغير أسعار أسهم المؤشر.
- يتم الوصول إلى العائد الكلي للمؤشر عن طريق إضافة توزيعات أرباح على الأسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحظة الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

المطلب الثاني: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية

ظهرت مؤشرات أسواق الأوراق المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير من أجل التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته، ولم يدخل ضمن حساب تلك المؤشرات :

- قياس أداء السوق

- قياس أداء المحافظ أي المخاطر المنتظمة للمحافظ الإستثمارية.

- توزيعات الأرباح.

ومع تطور البيئة الإستثمارية في الدول الصناعية وذلك من حيث الأدوات المالية وحجم التداول وظهرت شركات الأوراق المالية وصناديق الإستثمار والمساهمات العلمية في هذا المجال :

- نظرية محفظة الإستثمار.

- نظرية هيكل رأس المال.

- نظرية المراجعة ونموذج تسعير الأصل المالي.

وقد صاحب ذلك التطور السريع في التكنولوجيا المعلومات والإتصالات ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات والتي يتم نشرها بواسطة البورصات ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشراتنا لتتفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها.²⁹

وتختلف مؤشرات أسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لإختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى كذلك تختلف المؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعاً لأساليب بناءها ولهذا سوف نحاول البحث في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الأكثر نشاطاً، وهذا من خلال النقاط الآتية :

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الو.م.أ؛

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان ؛

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا؛

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا.

1- مؤشرات الأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية :

" أحد أقدم المؤشرات فقد قام Dow Jones 1-1 مؤشراً داوجونز الصناعي : يعتبر مؤشر داوجونز " تشارلز داو والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة في 16/02/1885 بإصدار مؤشره والذي عرف بمؤشر داوجونز Wall street Journal وول ستريت وكان يتضمن 12 سهماً أي 10 أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين (02) من أسهم شركات الصناعية والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطاً في بورصة نيويورك وبعد مرور أربعة سنوات تضمن مؤشر داوجونز عشرون سهماً أي 18 من أسهم السكك الحديدية و02 من أسهم شركات الصناعية.³⁰ وفي عام 1928 إرتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهماً ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهماً للعينة.³¹

²⁹ - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 222.

³⁰ - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 256.

³¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 261.

ويعتبر مؤشر داوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار أو يتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، ويتم حسابه كل نصف ساعة وتضم المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر 65 ورقة مالية الممثلة لـ 65 شركة موزعة كمايلي :

- ثلاثون شركة صناعية

- عشرون شركة لنقل

- خمسة عشر شركة من شركات المرافق العامة والخدمات.

ويتم حساب المؤشر على أساس سعر الأفعال للأوراق المالية المكونة للعيينة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقا لحالة سوق الأوراق المالية. كما تتميز الأسهم 30 شركة ب:

- ارتفاع قيمتها السوقية

- أكثر انتشارا ومعرفة

- ضخامة عدد المساهمين.

وما تجدر إليه الإشارة أنه يتم تمثيل 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت للمؤشر داوجونز عدة إنتقادات موضوعية تتمثل في:

- يحتوي مؤشر داوجونز على 30 سهم فقط، عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لايمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائيا خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة من مؤشر ستاندر أندبور. - هناك تحيز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داوجونز للشركات الصناعية. - يتم ترجيح أسهم مؤشر داوجونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

ولحسم الإنتقادات هناك ثلاثة معايير على مدى ملائمة مؤشر داوجونز.

- حجم معامل الارتباط.

- قيمة المؤشر مع قيمة المؤشرات الأخرى.

- درجة التقلب في المؤشر مقارنة بدرجة التقلب في قيم المؤشرات الأخرى.

1-2- مؤشر ستاندر أندبور:

بدأ تكوين مؤشر ستاندر أندبور في 1957/03/04 ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس أنه يتكون S & P 500 القيمة ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة وإستخداما وأصبح الآن يعرف باسم من 500 سهم تتوزع كما يلي:

425 سهم من الشركات الصناعية.

25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء...إلخ.

50 سهم من شركة الخدمات العامة.

من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.³² وتمثل 90

ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات GENERAL وشركة جينيرال موتورز IBM المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة ا.ب.م حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم MOTORS التي يضمها المؤشر، وماتجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المؤشر.³³

القيمة السوقية للأسهم في الفترة

= قيمة المؤشر

القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس

وما تجدر إليه الدراسة أن هناك ارتباط بين مؤشر ستاندر أند بور 500 وبين أسواق المال العالمية من خلال تدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الدول قد زاد في السنوات الأخيرة كنتيجة للإندماج العالمي للأسواق الأوراق المالية مما يؤدي بمعاملات الارتباط إلى الإرتفاع كلما زاد التكامل وهذا مايو ضح الجدول أدناه: جدول رقم (04) : معاملات الارتباط بين أسواق الأوراق المالية العالمية وبين مؤشر ستاندر أند بور 500 للفترة 1990 - 1995.

معامل الارتباط	الدولة
0,72	النمسا
0,76	فرنسا
0,70	ألمانيا
0,85	هونكونغ
(0.36)	إيطاليا
0,23	اليابان
0,75	جنوب إفريقيا
0,89	إنجلترا

المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد و مصطفى جلال العبد، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 400.

من الانتقادات الموجهة لمؤشر ستاندر أند بور 500 تأثير الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر والتي لها عدد كبير من الأسهم، أي قيمة المؤشر تتأثر بالتغير في أسعار الأسهم من العينة % المنخفضة القيمة، وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل 5 لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي.

جدول رقم (05): مقارنة بعض المؤشرات سوق الأوراق المالية الأمريكية المعروفة

S & P 100	S & P 500	دوجونز لمتوسط الصناعة	المؤشرات الأمريكية

³² - محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 253.

³³ - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 248.

100 سهم	بين 400 و 500 سهما	30 سهما في القطاع NYSE الصناعي ل	- عدد وتصنيف القيم
الرسملة البورصية	الرسملة البورصية	الأسعار	- معيار الاختيار
100 في 1976/01/02	10 بين 1941 و 1943	100 في 1929	- الأساس
المتوسط الحسابي	المتوسط الحسابي	المتوسط الحساب مرجح بالأسعار	- طريقة الحساب
15 ثانية	كل 15 ثانية	كل 30 ثانية	- زمن الحساب

Source : S.A. Boukrami, Vade-mecum de la Finance, Office des Publication Universitaire, Alger Algérie, 1992, p:76.

- مؤشر الجمعية الدولية للنظام المتجارة الآلي للأوراق المالية (نسداك NASDAQ)

National Association Of Securite Dealers Automated Qnattion System

يتكون من ستة (06) مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى والشركات النقل وشركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر Wall street³⁴ المركب من تلك المؤشرات الستة (06) ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة وول ستريت

2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان :

بخصوص أسعار الأسهم هناك مؤشران يكثر إستخدامهما في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية وهما³⁵:

: تم إنشاءه عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة NIKKEI 1-2 مؤشر نيكاي وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

: لقد تم إنشاؤه بتاريخ 1968/01/04 وأعطيب له قيمة 100 بنفس التاريخ TOPIX 2-2 مؤشر توبيكس الذي أعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الإقتصاد الياباتي وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي والجدول أدناه يلخص ماسبق ذكره

جدول رقم (06): المؤشرات أسواق الأوراق المالية اليابانية المعروفة :

توبيكس Topix	Nikkei stock Average نيكاي	المؤشرات اليابانية
مجموع الأوراق المالية	225 سهم من الفئة الأولى	- عدد وتصنيف القيم

³⁴ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 251.

³⁵ - محمد أمين زوبل ويونس البطريق، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 123.

	لبورصة طوكيو	
الرسملة البورصية	- الرسملة البورصية	- معيار الإختيار
100 في 1968/01/04	176.21 في 1949/09/16	- الأساس
/	بإستمرار	- زمن الحساب
المتوسط الحسابي.	المتوسط الحسابي مرجح بالأسعار	- طريقة الحساب

Source : S.A. Boukrami, Vade-mecum de la Finance Office des Publication Universitaire, Alger Algérie, 1992, p:77.

3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا³⁶:

لكافة الأسهم: 3CAC-1- مؤشر كاك

يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيل يتم إستعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31

3cac-2 مؤشر كاك 40

ويتم حسابه إنطلاقا من عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة للقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 وفق الصيغة الموالية : cacنقطة، وتتم عملية حساب المؤشر كاك 40

القيمة السوقية الحالية

$$cac \text{ مؤشر } 40 = \frac{1000 \times \text{القيمة السوقية القاعدية المعدل}}{\text{القيمة السوقية الحالية}}$$

- المؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا: 4:

هناك مؤشرين الأكثر استخداما وشهرة في البورصات البريطانية وهما:

؛ financial times stock of exchange " FTSE - المؤشر فيناشل تايمز "

؛ FT-All - Share - مؤشر فيناشل لكثافة الأسهم

4-1 100 FT-SE 100 Chare index مؤشر فاينانشال تايمز 100

(Footsi يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك بإسم) ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائدة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم

³⁶ - براق محمد، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 179

من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة، وقد تم حساب قيمة 70% المؤشر على أساس أسعار الأقفال ليوم العمل المنتهي في 1983/12/30 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجع ويتم تعديله عند الضرورة لإستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لارتجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس المال الشركات المصدرة للأسهم المؤشر ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال إختصار لمصطلح EPIS نظام إلكتروني معين يطلق عليه

بيورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض Electronic price information computer " وهي إختصار لمصطلح TOPIC ملحقة بحاسبات آلية "

ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس Teletext out put of price information by computer الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر³⁷.

2-4- FT-All - Share - مؤشر فاينانشل لكثافة الأسهم

يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن إستخدامها كمؤشرات عامة لمحافظ الإستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب وهناك العديد من صناديق الإستثمار Beta معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا الإنجليزية التي تكون محافظ إستثمارتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروبا 2.

30 FT 30 Chares index - مؤشر الفاينانشال تايمز الـ 30

يعتبر من أقدم المؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حساسا منذ عام 1935 ويضم من % المؤشر 30 سهما لأكبر الشركات الصناعية ببريطانيا، وما تجدر الإشارة إليه هو أنه يمثل 35 جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن مما يعكس تحركات السوق بالكامل وبالكفاءة.

ولقد كان الغرض الرئيسي من حساب هذا المؤشر على المتوسط الهندسي ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزانا متساوية أي أنه بهمل حجم الشركات المصدرة للأسهم المؤشر³⁸.

والجدول أدناه يوضح مقارنة بين مؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية المعروفة

جدول رقم (07): مؤشرات البورصة البريطانية المعروفة :

FT 30	تايمز فاينانشل للبورصة	فاينانشل تايمز لكثافة -FT-ALL-الأسهم	المؤشرات البريطانية
-------	---------------------------	---	---------------------

³⁷ - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص ص: 251-252.

³⁸ - نفس المرجع أعلاه، ص: 251.

	الأوراق المالية 100 FT-SE	share	
30 مؤسسة	100LES سهم من	يزيد عن 700 من LSE بورصة لندن	- عدد وتصنيف القيم
الرسمة البورصية	الرسمة البورصية	الرسمة البورصية	- معيار الإختيار
100 في 1935/07/01	100 في 1983/12/30	100 في 1964/04/10	- الأساس
بإستمرار	كل 60 ثانية	-	- زمن الحساب
المتوسط الهندسي	المتوسط الحسابي	المتوسط الحسابي	- طريقة الحساب

Source : S.A. Boukrami, Vade-Mecum de la Finance Office des Publication Universitaire

Alger Algeria, 1992, p:78

المبحث الثالث : عولمة أسواق الأوراق المالية وانعكاساتها

في هذا المبحث سنتطرق إلى ماهية العولمة من خلال إعطاء المفهوم اللغوي والإصطلاحي لها، وبإعتبار أن العولمة ليست بالظاهرة الحديثة تتناول تطورها التاريخي، بالإضافة إلى مختلف أنواع العولمة ومختلف أهدافها، كما يتم التطرق إلى مفهوم العولمة المالية ومظاهرها وكذا عمليات التحرر المالي التي أدت إلى إندماج أسواق الأوراق المالية، ولتوضيح أكثر قسمنا هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب وهي:

- ماهية العولمة؛
- العولمة المالية؛
- مؤشر العولمة.

المطلب الأول : ماهية العولمة

لا تعتبر العولمة ظاهرة حديثة بل تعود نشأتها إلى قرون مضت، إلا أنها عرفت إنتشار في السنوات الأخيرة وقصد التعرف أكثر على مختلف جوانب العولمة سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى النقاط الآتية :

- تعريف العولمة؛
- التطور التاريخي للعولمة؛
- أنواع العولمة وأهدافها.

1- تعريف العولمة : يمكن تعريف العولمة من خلال العنصرين الآتيين :

تعني العولمة في دلالاتها اللغوية جعل الشيء عالميا بما يعني ذلك جعل العالم 1-1 العولمة لغويا : كله وكأنه في منظومة واحدة متكاملة وهذا هو المعنى الذي حدده المفكرون باللغات الأوروبية للعولمة Mondialisation في الإنجليزية والألمانية وعبروا عن ذلك بالفرنسية بمصطلح globalisation ووضعت كلمة العولمة في اللغة العربية مقابلا حديثا للدلالة على هذا المفهوم الجديد وهما تعددت

السياقات التي ترد فيها العولمة فإن المفهوم الذي يعبر عنه الجميع في اللغات الحية كافة هو الإتجاه نحو السيطرة على العالم وجعله في نسق واحد، ومن هنا جاء قرار مجمع اللغة العربية بالقاهرة بإجازة استعمال العولمة بمعنى جعل الشيء عالمياً³⁹.

كما يظهر إختلاف من حيث المدلول اللغوي حول المصطلح الأنسب لإطلاقه على هذه الظاهرة وهو ناجم عن أمرين⁴⁰.

إذ يرى البعض أنه مشتق globalisation - الأمر الأول : هو إختلاف الترجمة للكلمة الإنجليزية وهي بمعنى الكرة والتي يقصد بها الكرة الأرضية الكوكب الذي نعيش فيه، ويشق من فعل Global من كلمة " كوكبة " الذي يعني جمع أحجاز ووضع بعضها على البعض الآخر في شكل محدد، وبذلك وفقاً لهذا الرأي يصبح الإصطلاح الأكثر قبولا في وصف الظاهرة هو الكوكبة، في حين يؤكد البعض على أن المصطلح الأوفق لإطلاقه على هذه الظاهرة هو العولمة فالمفردة على وزن " فوعلة " وهي تلد على تحويل الشيء إلى وضعية أخرى مثل " قولبة " من قولب أي وضع الشيء في قالب، وعليه فالعولمة هي التي تعني الكونية أو Globalisation وضع الشيء على مستوى العالم، وبالتالي فهي التي تقابل كلمة والذي حسب هذا الرأي هو تعميم الشيء وتوسيع دائرته ليشمل الكل. Global الشمولية من كلمة - الأمر الثاني : فهو تباين رؤى الباحثين حول أبعاد هذه الظاهرة وفي هذا الصدد نجد أن البعض أسماها العالمية إنطلاقاً من تشخيص حالة البناء المقصودة، وأطلق عليها آخرون إسم الكوكبة تبعاً لما تهدف إليه من خلق عوالم جديدة متعددة ومتباينة إلى حد التناقض في حين إرتأى آخرون أن يطلقون عليها إسم التدويل إنطلاقاً من رمزها الأول ومفتاح البدانة العمليتي لها بشركات متعدد الجنسيات وإتفاقات منظمة العالمية للتجارة.

يعبر عن الإرتقاء بالخصوصية إلى مستوى العالمي في حين Universalism إن إصطلاح العالمية تنصرف الظاهرة موضوعة البحث إلى إحتواء العالم والعالمية وتفتح على ما هو عالمي وكوني، أما إصطلاح الكوكبة فهو ينصرف إلى البعد الجغرافي للظاهرة ويضفي عليها شيء من الجمود فهو لا يؤشر عمليات التغيير المستمرة والحاصلة على مستوى العالم ككل ولا يوحي بالمشاركة الإنسانية في عمليات التغيير المقصود، إننا يمكن أن نطلق تسمية الكوكب على المريخ من دون أن تكون هناك إمكانية تسمية عالم المريخ ذلك أن العالم عالمان من وجهة نظر اللغة، الأول هو ما احتواه بطن الفلك والثاني هو الإنسان في حين يوحي إصطلاح التدويل إلى عكس ماتتضمنه الظاهرة من تقاطع مع مفهوم الدولة الذي يتأثر بها تحدثه الظاهرة.

وبناء على ماتقدم وعلى الرغم التسليم بأن إختيار الإصطلاح الأنسب ليس بالأمر اليسير إلا أنه يبدو أن إستخدام مصطلح العولمة أكثر ملائمة في التعبير عن فحوى هذه الظاهرة إذ يوحي بمشاركة الناس في إنتشار الظاهرة كما يوحي أكثر من غيره بالحركة والعمليات التغيير المستمرة والحاصلة على مستوى العالم فهو يحمل في طياته بعدين الأول مكاني ليشمل العالم برمته والثاني زماني ليشير إلى ما بعد الحقبة القومية.

³⁹ - محمد صفوت قابل، الدول النامية والعولمة، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص ص: 15-16.

⁴⁰ - حسن لطيف كاظم الزبيدي، ومازن عيسى الشيخ راضي، العولمة ومستقبل الدور الاقتصادي للدولة في العالم الثالث، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية المتحدة، 2002، ص ص: 128-129.

1-2- العولمة إصطلاحا :

أصبحت العولمة من أبرز الظواهر في التطور العالمي على جميع المستويات الإقتصادي، الثقافي والسياسي ويظهر الأدب الإقتصادي تباين في الآراء حول تحديد مضمونها وذلك على النحو التالي⁴¹:

: إلى العولمة على أنها العمليات الإجتماعية التي يترتب عليها تراجع **1995 Waters** - ينظر وترز القيود الجغرافية على الترتيبات الثقافية والإجتماعية ويتزايد في نفس الوقت إدراك الأفراد لذلك التراجع. : العولمة على أنها تكامل الإنتاج والتوزيع وإستخدام السلع **1996 otsubo** - ويعرف أسيبو والخدمات بين إقتصاديات الدول العالم.

ويعرف صندوق النقد الدولي العولمة بأنها تزايد الإعتماد الإقتصادي المتبادلة بين الدول العالم بوسائل منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود والتدفقات الرأسمالية الدولية وكذلك من خلال سرعة ومدى إنتشار التكنولوجيا.

1991 إلى أن العولمة هي المرحلة الثالثة من مراحل التدويل حيث **unctad** وتشير الانكثاد تتمثل أولى هذه المراحل في التجارة الدولية، أما المرحلة الثانية والتي بدأت في السبعينيات فقد تمثلت في الاندماج المالي الدولي، وفي بداية الثمانينيات بدأت المرحلة الثالثة وهي العولمة والتي أصبحت السائدة في العصر الحالي.

بينما يعتبرها فتح الله ولعلو 1996 بأنها تعجيلا وترسيخا لظاهرة التدويل من خلال تغيير نوعي لهذه الأخير وإرتفاع في وتيرة الحركة الدولية ضمن تصاعد وتكثيف للمنافسة.

وخلاصة القول يمكن إستنتاج مفهومين للعولمة الإقتصادية من خلال المفاهيم السابقة وهو أن العولمة الإقتصادية هي نتيجة لترابط وإندماج أسواق العالم في حقول التجارة والإستثمارات المباشرة ضمن إطار الرأسمالية حرية الأسواق من جهة وإلى إختراق الحدود الدولية وإلى إنحسار الكبير في سيادة الدولة من جهة أخرى.

2- التطور التاريخي للعولمة:⁴²

يتيح لنا البحث في تاريخ العولمة معرفة العمق التاريخي لهذه الظاهرة وبداية نجد أغلب الآراء تتفق على أن هذه الظاهرة وإن كانت حديثة إصطلاحا إلا أنها أو على الأقل في بعضها مضامينها قديمة فالتاريخ الإقتصادي ينشئ تماثلات ما بين ما يطلق عليه حاليا العولمة وبين الحوادث الإقتصادية المهمة قبل الحرب العالمية الأولى، لقد ازدهرت صلات الإقتصاد الدولي مع تدفق الإستثمار من العالم الجديد إلى العالم القديم وادعى البعض أن النشاط الإنساني المترابط يضرب بجذوره عبر القرون المختلفة، غير أن الشكل الحالي للعولمة قد إسم بنشئت الإنتاج ما بين بلدان عديدة تبدو وكأنها في مكان واحد ترتبط معا في الزمن الحقيقي.

- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 5-7⁴¹

- حسن لطيف كاظم الزبيدي و مازن عيسى الشيخ راضي، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 136-139.⁴²

وفي سياق تحليله لتغيرات في بنية النظام القديم يشير عمر محي الدين إلى أن العولمة أصلاً ظاهره إرتبطت بنشوء الرأسمالية الصناعية وإنها إتخذت أشكالها وأنماطها بحسب درجة تطور الرأسمالية الصناعية العالمية وأن التغيرات التي طرأت على هذا النظام الذي تبلورت توجهاته في السبعينيات وإتضحت خطوطه وملامحه الرئيسية مع بداية التسعينيات تتمثل أساساً في انهيار بريتون وودز عولمة النشاط الإنتاجي، عولمة النشاط المالي وإندماج الأسواق غير مراكز القوى المالية وغير إلى أن مايشهده Sakbaini. هيكل الإقتصاد العالمي وسياسات التنمية على ذات المعنى يؤكد ساكيبني الإقتصادي العالمي من موجات متزايدة بإتجاه عولمة الإقتصاديات الوطنية في مجالات التجارة والمال والإستخدام المتزايد للتقنية وتغير مواقع الإنتاج إنما هو ناجم عن الثورة المتصاعدة في تقنيات الإتصالات وتزايد الإتجاه نحو تحرير الإقتصاديات، بينما كانت العولمة في القرن التاسع عشر تتضح معالمها في التدفقات الهامشية للسلع ورؤوس الأموال وإنتقال الأشخاص بين الحدود في ظل رقابة محدودة وعليه فإن ما يميز القرن المذكور هو أن العولمة فيه كانت غير خاضعة لتشريع قانوني أو موافقة حكومية وبالتالي تختلف في إطارها المؤسسي عن ذلك الذي تشهده العولمة المعاصرة.

Rolan robertson وفي صياغة متكاملة لنشوء وتطور ظاهرة العولمة ينطلق غونالد روبرتسون من فرضية أساسية مفادها إرتباط ظاهرة العولمة بظاهرة الدولة القومية الموحدة وبالتالي إعتبار نقطة البداية هي ظهور الدول القومية ك لحظة فاصلة في تاريخ المجتمعات المعاصرة وبهذا الصدد يرى أن ظهور المجتمع القومي منذ منتصف القرن الثامن عشر يمثل بنية تاريخية Rebertson روبرتسون فريدة، والدول القومية المتجانسة في ثقافة مواطنيها وخضوعهم لإيراداتها تمثل تشكيلاً محدوداً لنمط محدد من الحياة، وأن شيوع المجتمعات القومية للقرن العشرين هو فعل من أفعال العولمة كما أن نشر فكرة المجتمع القومي من جهة ثانية شرط ضروري لتعجيل العولمة التي ظهرت منذ قرن من الزمن.

وتتصدر مكونات العولمة في المجتمعات القومية الأفراد، الإنسانية، وتقسيم روبرتسون

مراحل نشوء وتطور العولمة إلى خمسة مراحل هي: Roberston

المرحلة الجنينية 1400-1750:

شهدت هذه المرحلة نمو المجتمعات القومية في أوروبا، وإضعاف القيود التي كانت سائدة في القرون الوسطى وعمق الأفكار الخاصة بالفرد وبالإنسانية.

مرحلة النشوء 1750-1870 :

وهي تلك المرحلة التي حدث فيها تحول حاد في فكرة الدولة الموحدة وتبلورت أثناء هذه المرحلة المفاهيم الخاصة بالعلاقات الدولية وبالأفراد كمواطنين لهم أوضاع مقننة في الدول، ونشأ مفهوم أكثر تحديداً للإنسانية وإزدادت إلى حد كبير إتفاقات الدولية والمؤسسات المتعلقة بتنظيم العلاقات والإتصالات بين الدول وبدأت مشكلة قبول المجتمعات غير الأوروبية في المجتمع الدولي وبدأ الإهتمام بتزايد في موضوعي القومية والعالمية.

مرحلة الانطلاق 1870-1920 :

والتي ظهرت فيها مفاهيم كونية مثل " خط التطور الصحيح " والمجتمع القومي المقبول" وتلك المفاهيم المتعلقة بالهوية القومية والفردية، وتم إدماج العديد من المجتمعات غير أوروبية في المجتمع الدولي وبدأت عملية الصياغة الدولية لأفكار الخاصة بالإنسانية ومحاولة تطبيقها وهنا حدث تطور كبير في الأشكال الكونية للإتصال.

مرحلة الصراع من أجل الهيمنة 1920-1965 :

حيث حدثت الخلافات والحروب الفكرية حول المصطلحات الناشئة بعملية العولمة التي بدأت في مرحلة الإنطلاق ونشأت صراعات كونية حول صور الحياة وأشكالها المختلفة وتم التركيز على الموضوعات الإنسانية وبرز دور الأمم المتحدة في هذه المرحلة.

مرحلة عدم اليقين 1965- ؟ :

وهي المرحلة التي تم فيها إدماج العالم الثالث وتعمقت القيم مابعد المادية، وإنتهت فيها الحرب الباردة وازدادت المؤسسات الكونية والحركات العالمية وتعددت الإعتبارات الخاصة بالجنس والسلالة وظهرت حركة الحقوق المدنية وأصبح النظام الدولي أكثر سيولة، وازداد الإهتمام في هذه المرحلة بالمجتمع المدني العالمي والمواطنة العالمية وتم تدعيم نظام الإعلام الكوني.

Robertson: النقد الموجه لـ روبرتسون

يعمل هذا النموذج حقيقة الصراع بين العالم الثالث والبلدان الرأسمالية من أجل فك تبعية كنموذج عالمي لأنه Robertson الأولى للثانية ولذا فإنه لا يمكن الإعتماد على نموذج روبرتسون يظهر من خلال هذا النموذج التجريد الواضح إلى حد التطرف وربطه لتاريخ العالم والإنسانية بالتاريخ الأوروبي وحتى ما إذا سلمنا بأن العولمة هي نتاج التطور الرأسمالي الأوروبي الأمر الذي ينطوي قدر كبير من الصحة فإنه يصعب التسليم بأن مفاهيم الإنسانية والأفراد والثقافة هي محط إكتشافات أوروبية نظر لأن الباحث ينطلق من رؤية متمركزة حول الذات المركزية الأوروبية.

ومن جانب آخر يدعي النموذج إدماج العالم الثالث في المجتمع العالمي من دون أن يبين ماهية الدمج هل هي ثقافية، إجتماعية، إقتصادية أم سياسية ؟ بعضها أو كلها.

أما إذا نظرنا إليه كنموذج غربي فيبدو في غاية التكامل والإعتماد عليه يبدو أمرا ممكنا.

-أما جلال أمين يعتقد أن العولمة وإن شاعت لفضا في العقد الأخير من القرن العشرين فهي ظاهرة قديمة فإذا ما نظرنا إلى عناصرها الأساسية كزيادة العلاقات المتبادلة بين الأمم أو تأثير الأمم ببعضها البعض فإن هذه العناصر تعود لخمسة قرون خلت وحصرا منذ الإكتشافات الجغرافية كما أننا إذا فهمنا الظاهرة على أنها التضائل السريع في المسافات الفاصلة بين المجتمعات الإنسانية سواء فيما يتعلق بإنقال السلع أو الأشخاص أو رؤوس الأموال أو الأفكار والقيم، فإنها تبدو وكأنها تعادل في القدم نشأة الحضارة لكن الإختلاف في الحداثة بحسب تعبير جلال أمين هو رد الفعل الإنساني إزاء

هذه الظاهرة والذي يتباين من عصر لآخر في مدى ودرجة الإستجابة بقبولها ورفضها وعليه فالوعي بالظاهرة هو الآخر قديم، والعولمة تتشكل عند جلال أمين من الإحتكاك بالمجتمعات الغربية بفعل الإستعمار أو التجارة أو غيرها فهي "أوربة" خلال فترة معينة تم تحولت إلى عملية "أمركة" منذ خمسين سنة والعولمة المعاصرة تكتسب خصائص جعلتها تختلف عما سبقها من الأشكال الأخرى للعولمة من حيث إرتباطها بتقنيات الإتصال والتجارة إضافة إلى متغيرات عدة طرأت على هذه الظاهرة في الثلاثين سنة الأخيرة والتي من أبرزها :

- إجتياح تيار العولمة للعديد من المناطق التي كانت سابقا مغلقة أمامها مثل الصين وأوربا الشرقية.
- التوسع كما ونوعا في إنتقال السلع والخدمات التي يجري تبادلها وحجم واتجاه رؤوس الأموال التي يجري إستثمارها.
- التحول بإتجاه تبادل المعلومات والأفكار كمنط جديد للعلاقات الدولية
- هيمنة الشركات متعددة الجنسيات في إنتقال السلع ورؤوس الأموال والمعلومات
- تغير مركز الدولة إزاء هذا النمط الجديد من العلاقات الإقتصادية الدولية.

3- العولمة أنواعها وأهدافها :

3-1- أنواع العولمة : للعولمة عدة أنواع تشمل المجالات التالية :

- العولمة السياسية :

وأبرز مظهر للعولمة السياسية ماحدث من تغير ملحوظ في قوة الدولة إذ بدأ دورها يتضاءل وصار الخضوع لرؤوس الأموال أمرا تقتضيه الحكمة السياسية وتتساوى في ذلك جميع الدول، بل صار رأس المال يتحكم في الخيارات السياسية ويقرر القرارات قبل أن تصل إلى الدولة وأصبحت الشركات العملاقة متعددة الجنسيات تحل تدريجيا محل الدولة وقفزت فوق أسوارها بل أخذت هذه الأسوار تفقد قيمتها الفعلية كما برز سقوط الشمولية والسلطوية والنزوع إلى الديمقراطية والتعددية السياسية وإحترام حقوق الانسان بالإضافة إلى ذلك ظهرت مشكلة ازدواجية المعايير في تطبيق قواعد حقوق الإنسان بسبب مشكلة هيمنة الدول الكبرى على مجلس الأمن والأمم المتحدة⁴³.

وتظهر العولمة السياسية من خلال قيام زبيفنتيبو بريجنسكني مستشار الرئيس الأمريكي جيمي كارتر خلال 1977-1980 بتقديم فكرة القرية العالمية وحاول تحويل ذلك لصالح أمريكا حيث إعتبر أن أمام بلاده فرصة لتقديم للعالم نموذج كونيا للحدثة يحمل قيم المجتمع الأمريكي ونمط حياته، وهذا من تدفقات الإعلامية العالمية في %من خلال سيطرة الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك على نحو 65 ذلك الوقت الذي سماه بريجنسكي نفسه العصر الإلكتروني⁴⁴.

- العولمة الثقافية :

⁴³ - غالب أحمد عطايا، العولمة وانعكاساتها على الوطنى العربى، الملتقى التربوي الأول لمواد الجغرافية والاقتصادية والدراسات الاجتماعية وعلم النفس، 29-30 أبريل 2002، الإمارات العربية المتحدة ص: 8.

ص: WWW.ulumusaniat - حاكمي بوحفص، العولمة: الاندماج السريع والمنافع المحدودة، حالة الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية⁴⁴

تعني العولمة على مستوى ثقافي تعميم أنماط الثقافة الغربية عامة والأمريكية على وجه الخصوص وتوسيع دائرة إنتشاره بحيث ترتبط أطراف العالم بهذه الثقافة العالية والمهيمنة وتشكل إنطلاقاً من ذلك ثقافة عالمية واحدة تخترق الثقافات المختلفة بحيث تحولها إلى توابع تسبح في مدار هذه الثقافة العالمية، وفي هذا المجال فإن التحدي الذي يجب تحويله إلى رهان يمكن كسبه بالنسبة للدولة النامية على العموم ودولنا العربية على الخصوص هو تقليلا الفجوة الثقافية والعلمية والتكنولوجية.⁴⁵

فهدف العولمة الثقافية هو إشاعة متعة زائفة على الحياة، وهو مفهوم شمولي يشمل اللباس والترفيه وأسلوب الطعام والطراز المعتمد في جو مصمم لهذا الغرض فالثقافة الإستهلاكية التي تبثها عشرات الأقمار الصناعية على مئات القنوات الفضائية التي باتت تعمم الثقافة الفردية العالمية على الفلسفة البرغمانية في ترويج لامثيل له لثقافة الإستهلاك التي تزيّف الوعي بالإعلام المضلل والمروج لنمط من الحياة بعيدا عن القيم السامية والمثل العليا.⁴⁶

- العولمة التكنولوجية :

وتعني شمولية النزعة المعرفية بلا وطن بحيث تتجاوز مفهوم المكان وتختصر الزمن وتخدمها وما شابه ذلك ويظهر ذلك واضحا على لسان Internet ووسائل كثيرة كشبكة التلفزة الفضائية والأنترنيت الرئيس الأمريكي كلينتون الجسر إلى القرن الواحد والعشرون يتطلب توفير الإمكانيات اللازمة لإستخدام كل الأطفال الأمريكيين للكمبيوتر ولمن بلغ الحادية عشرة من عمره فهم التفاعل مع شبكة الأنترانات.⁴⁷

- العولمة الاقتصادية :⁴⁸

برز مفهوم العولمة الإقتصادية حديثا نتيجة التطور التكنولوجي وشهدت فترة التسعينيات من القرن العشرين نقطة تحول بارزة في النظام الإقتصادي العالمي والعلاقات الإقتصادية الدولية، فبعد إنهيار النظام الإشتراكي سادت النظرية الإقتصادية الغربية التي تعتمد على إقتصاد السوق والمنافسة وتعظيم دور القطاع الخاص وتقليص دور قطاع الإتصالات في العالم وإتساع نشاط التجارة بين الدول، فالعولمة الإقتصادية تمثل الإفتتاح الإقتصادي والمنافسة في الأسواق وتوسيعها والنمو المتسارع لتبادل السلع والخدمات وإستخدام التكنولوجيا وحركة رؤوس الأموال عبر دور العام في النشاط الإقتصادي، هذه التجليات الإقتصادية تظهر بوجه خاص من خلال عمل التكتلات الإقتصادية العالمية وإنشاء منظمة التجارة العالمية ونشاط الشركات الدولية والمؤسسات المالية الدولية كالبنك والصندوق الدوليين، وقد إنفرد النظام الإقتصادي الرأسمالي في تشكيل النظام الإقتصادي الدولي وفق الأسس الآتية :

- إحلال إقتصاد السوق الحر محل الإقتصاد الموجه

- تحرير أسعار الخدمات من التدخل الحكومي وترك مهمة تحديد الأسعار بآلية السوق

⁴⁵ - نفس المرجع أعلاه، ص: 11.

⁴⁶ - غالب أحمد عطايا، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 9.

⁴⁷ - محمد عمر الحاجي، ظاهرة العولمة الاقتصادية، دار المكتبي، سوريا، 2001، ص: 24.

⁴⁸ - نفس المرجع أعلاه، ص: 9-10.

- إلغاء الدعم السلعي والخدمي بكافة صورته المباشرة وغير المباشرة لتعكس الأسعار القيمة الحقيقية لسلع والخدمات وعناصر الإنتاج.
 - تحرير التجارة الخارجية من القيود الجمركية والكمية والإدارية بما تحقق إنسياب السلع بين الدول وفق مبدأ المنافسة الحرة.
 - تحرير وتعويم أسعار صرف العملات المحلية وترك تحديد سعر الصرف لقوى العرض والطلب في السوق النقدية.
 - تحرير أسعار الفائدة في سوق النقد وترك تحديده لقوى العرض والطلب على النقود.
 - خصخصة المشروعات العامة وتقليص دور القطاع العام في النشاط الإقتصادي وتفعيل دور القطاع الخاص ليكون له الدور الفعال في النشاط الإقتصادي والإستثمار الإنمائي.
- 2-3- أهداف العولمة :** منذ ظهور العولمة وهي تثير الكثير من التساؤلات وتفرز الكثير من الآراء ووجهات النظر حول أهدافها، لذلك سوف نعرض أهداف العولمة من وجهتين⁴⁹ :
- 2-3-1 أهداف العولمة من وجهة نظر مؤيديها :**

ومن بين هذه الأهداف نذكر :

- * توحيد إتجاهات العالمية وتقريبها بهدف الوصول إلى تحرير التجارة العالمية أي تجارة السلع ورؤوس الأموال
- * محاولة إيجاد فرص للنمو الإقتصادي العالمي
- * زيادة الإنتاج العالمي وتوسيع فرص التجارة العالمية
- * Back Office * تسريع دوران رأس المال على مستوى العالمي من خلال مايسمى
- * التعاون في حل المسائل ذات الطابع العالمي كالأسلحة المدرة، مشاكل بيئية، المخدرات، الإرهاب...إلخ
- * فتح الباب على مصرعيه في مجال التنافس الحر
- * تدفق المزيد من الإستثمارات الأجنبية.

2-3-2 أهداف العولمة من وجهة نظر المعارضين :

- الأهداف السلبية التي يراها المعارضون لنظام العالمي والعولمة كثيرة ومتنوعة وهي كمايلي :
- * فرض السيطرة الإقتصادية والسياسية والعسكرية على شعوب العالم
- * هيمنة الولايات المتحدة الأمريكية على إقتصاديات العالم من خلال سيطرة الشركات الأمريكية الكبرى على إقتصاديات الدول.
- * تدمير الهويات والثقافة القومية وتغليب الثقافة الغربية
- * صناعة القرار السياسي والتحكم في خدمة مصالح أمريكا
- * إلغاء النسيج الحضاري والإجتماعي للأمم الأخرى
- * تفتيت الدول والكيانات القومية

- حاكمي بوفحص، مرجع سبق ذكره، ص ص: 8-9⁴⁹

المطلب الثاني : العولمة المالية

ظهرت العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية في كل الدول المصدرة والمتقنية لها فقد قامت كثير من الدول النامية بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، فأصبحت الدول النامية أكثر تكاملاً مع النظام المالي العالمي، لذا سنحاول من خلال هذا المطلب البحث في النقاط الآتية :

- مفهوم العولمة المالية ومظاهرها ؛
- التحرر المالي وعوامل اندماج الأسواق المالية المتقدمة ؛
- المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية.

1- تعريف العولمة المالية ومظاهرها :

العولمة هي نتاج قيام علاقة وطيدة بين العولمة والنظام المالي، من خلال القيام بعمليات التحرير المالي وإتجاه نحو الإنفتاح على الأسواق الدولية وتزايد تكامل وإرتباط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بكل أنواعها وأخذها بتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق العالمية لتكون شبه معقدة بين الدول.⁵⁰

وهناك مظاهر للعولمة المالية يمكن تناولها في النقاط الآتية :

- تراجع الوساطة المالية : أي تقليص دور الوسطاء وحصر دورهم في تقديم النصائح والقيام بعمليات تخص الأوراق المالية لحسابهم الخاص أو لعملائهم.
- تخفيف من القيود التنظيمية وذلك بالسعي نحو جعل القوانين الموجودة أكثر فعالية .
- إزالة الحواجز الفاصلة بين الأسواق وعلى هذا فإن الحركة المتزايدة لإزالة الحواجز البيئية الفاصلة بين مختلف الأسواق سواء كانت وطنية أو أجنبية وتساعد عملية التحرر المالي تهدف إلى وضع مزيد من الإغراءات لجلب المستثمرين ورؤوس الأموال من أي مكان ومن أي سوق.

2- التحرر المالي وعوامل اندماج أسواق الأوراق المالية المتقدمة :

لتحرر المالي مفهومين رئيسيين⁵¹

التحرر المالي بمفهومه الشامل : ويقصد به :

مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً.

التحرر المالي بمفهومه الضيق : ويقصد به عملية تحرر عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

⁵⁰ - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 32

⁵¹ - عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد،

2002، ص: 148.

وللتحرر المالي علاقة وطيدة مع العولمة المالية فهذه الأخيرة هي الناتج الأساسي لعملية التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالإنفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وإرتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثمة أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق المالية العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر إرتباطاً⁵².

ويمكن إدراج العوامل التي أدت إلى إندماج الأسواق المالية في النقاط الآتية⁵³:

- **تطور سوق العملة الأوروبية الدولية** : وتضم سوق اليورو دولار، والسوق العملة الأوروبية الدولية وهي سوق للعملات خارج حدودها الوطنية ولا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية وقد ساعد على نمو سوق الأورو دولار، عجز الميزان المدفوعات الأمريكي في الستينيات وماترتب عليه من خروج الدولار من الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى إتساع نشاط شركات متعدد الجنسيات، وقد ساعد في إعطاء دفعة قوية لسوق الأورو دولار الإرتفاع الشديد في أسعار البترول بعد سنة 1973 وإيداع الدول النفطية لفوائدها في البنوك العالمية في هذا السوق.

- **ثورة المعلومات والتطور التكنولوجي** : من شأن ذلك أن يفسر الأثر المتبادل بين التقدم التكنولوجي وتحرر الأسواق المالية فمن جهة يزيد التقدم التكنولوجي من سيولة الأسواق المالية وسهولة تدفق رؤوس الأموال ومن جهة أخرى تؤدي ضغوط المنافسة المتزايدة في مجال الخدمات المالية إلى مزيد من التقدم والإبداع في إستخدام الحاسب الآلي لإتمام هذه الخدمات.

ويمكن إضافة⁵⁴

- **الابتكارات المالية في الأسواق المالية الكبرى** :

إذ قام المتخصصون في عالم المال والإستثمار بإبتكار الكثير من الأدوات المالية التي تدعم الإتجاه نحو الإندماج ففضلاً عن تطوير الأدوات السابقة التي كانت تستخدم عمليات في السوق المالية الأمر الذي سهل التعامل في الأسواق المالية الدولية وأصبح التوقي وتقدير درجة المخاطرة أكثر يسراً كما أن عملية تطوير الأدوات المالية التقليدية وإبتكار أدوات مالية جديدة أزالت الكثير من المعوقات أمام المستثمر والمقترض المحليين للتعامل في الأسواق المالية الدولية، وقد تمثلت تلك الأدوات المبتكرة في الأدوات المشتقة كالخيارات، المستقبلات، المقايضات وكذلك الأدوات المسندة .

3- مخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية :⁵⁵

⁵² - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 33.

⁵³ - هالة حلمي السعيد، الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة الرسائل لبنك الصناعي، العدد 58، ص: 10.

⁵⁴ - عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 199.

⁵⁵ - رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات الاقتصادية، مركز البحوث والدراسات الإنسانية البصيرة،

مؤسسة ابن خلدون، العدد الثاني، 2000 ص: 35-51.

على الرغم من الصورة الوردية التي يرسمها كثير من الخبراء والإقتصاديين عن عولمة الأسواق المالية والنتائج الإيجابية المنتظرة من ورائها، إلا أن تلك الصورة تظل ناقصة بل مشوهة مالم يستكمل التحليل بإبراز المخاطر والأزمات والمشكلات المحتملة من وراء تلك العولمة.

فقد أثبتت التجربة أن العولمة المالية في حالة البلاد النامية كثير ما أدت إلى حدوث الأزمات^(*) (المالية المكلفة كالمكسيك عام 1994، دولة جنوب شرق آسيا 1997، البرازيل وروسيا 1999... الخ ويعترف خبراء صندوق النقد الدولي بتلك المخاطر صراحة لكنهم يعتقدون أن تلك المخاطر والأزمات يمكن تجنبها أو التعامل معها بقدر من قواعد التنظيم التحوطية وتعزيز سلامة المؤسسات المالية.

لكن ذلك وإن كان ممكنا في حالة البلدان الصناعية المتقدمة التي تتعامل مع الإقتصاد العالمي من موقع قويا ومؤثر، إلا أن ذلك يكاد يكون مستحيلا في حالة البلدان الناشئة في ظل ضعف مرحلة النمو الإقتصادي التي تمر بها وسبب ضعف وخلل علاقتها الإقتصادية الدولية وضعف موقعها الإقتصادي العالمي، وكثرة تعرضها للصدمات الخارجية التي تستطيع التأثير فيها مثل صدمات تدهور أسعار المواد الأولية التي تصدرها، الكساد العالمي وماينجم عن ذلك من تراخي في الطلب على صادراتها، وارتفاع أسعار الفائدة عالميا وتقلبات أسعار الصرف، وارتفاع أسعار الواردات... إلخ .

وأي كان الأمر فإنه في ضوء تزايد المخاطر والمشكلات التي نجمت عن العولمة المالية وما أحدثته من أزمات، وسرعة إنتشار هذه الأزمات من بلد إلى آخر فإن حوار مكثفا دار ويدور حول مدى فعالية الأموال المعقودة على تحرير حساب رأس المال وهو بيت القصيد في العولمة المالية، بالنسبة للبلدان النامية وبذات بعد إندلاع أزمة دول النمرور الآسيوية في صيف 1997.

وعموما يمكن رصد أهم المخاطر التي تتجم عن عولمة أسواق المالية للبلاد النامية فيما يلي :

3-1- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال : حينما نلقي نظرة خاطفة على مكونات إنسياب رؤوس الأموال الأجنبية التي اتجهت إلى البلاد النامية في عقد التسعينيات، فنلاحظ على الفور كيف يتعاضم وبسرعة شديدة حجم إنسياب رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة ففي عام 1997 وصل حجم هذا الإنسياب إلى حوالي 280 مليار دولار أمريكي، وخلال المدة 1990-1997.

كان النصيب النسبي لتدفق القروض من البنوك التجارية الخاصة دولية النشاط لايزيد عن من جملة إنسياب رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة التي تدفقت إلى هذه البلاد، أما الإستثمار في 10% الحافظة المالية فقد كان نصيبه حوالي 1/3 من مجموع هذا الإنسياب.

وبتحليل حركة هذا الإنسياب يتضح أن إستثمار الحافظة المالية يتسم بسرعة النمو وبضخامة الحركة والتنقل من سوق لآخر وبصورة فجائية فهو يدخل إلى سوق ما ويخرج منها في فترة قصيرة وبأحجام ربما تكون كبيرة، وقد أشارت كثير من الكتابات إلى أن درجة تقلب التي تتسم بها حركة الإستثمار في الحافظة المالية هي أعلى بكثير من درجة تقلبات التي تتسم بها حركة الإستثمار الأجنبي المباشر، وقد أشار تقرير

المطلب الثاني المتعلق بعرض بعض الأزمات البورصية ص:142. لمزيد من التوضيح حول الأزمات المالية أنظر المبحث الثالث،^(*)

الإستثمار العالمي لعام 1998 إلى أن درجة التقلب في إستثمار الحافظة المالية مقاسا على أساس معامل الإختلاف، يصل إلى 0.43 في حين يصل 0.35 بالنسبة للإستثمار الأجنبي المباشر.

والواقع أن إرتفاع درجة تقلب الإستثمار في الحافظة المالية بالمقارنة مع الإستثمار الأجنبي المباشر يعود إلى أن النوع الأول من الإستثمار، تحكمه العوامل قصيرة الأجل وسعيه الدؤوب نحو الأرباح السريعة في حين أن النوع الثاني من الإستثمار الذي يأخذ الآن شكل فروع لشركات متعددة الجنسيات عادة ما يهتم بالأرباح على المدى الطويل، لذا فعملية تصفية المشروع أو إغلاقه تكون عملية صعبة وتحتاج لبعض الوقت، بينما أن التخلص من الإستثمار في الحافظة المالية يمكن أن يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية كما أن الإستثمار في الحافظة المالية يتأثر كثيرا بالتوقعات وبالمعلومات التي تتوفر لدى المتعاملين وبحالاتهم النفسية وغالبا ما يطغى عليهم سلوك القطيع وهو أمر يختلف عن طبيعة من يعملون في مجال الإستثمار الأجنبي المباشر.

وأي كان الأمر فإن قرارات المستثمرين في الحافظة المالية تتسم بدرجة عالية من الحساسية إتجاه الأمور الجارية في الأجل القصير فهم يميلون إلى تصفية إستثماراتهم على نحو واسع والخروج بها من البلد حينما تحدث أية أزمة وقد يعودون بكميات كبيرة من إستثماراتهم حينما تسترد الأسواق الثقة فيها، ويلعب سلوك القطيع هنا دور مؤثرا، هذه الحركة الواسعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي دخولا وخروجا عبر الحدود الوطنية للدولة تتسبب في حدوث كثير من الإنعكاسات السلبية على الإقتصاد الوطني.

3-2- مخاطر هروب الأموال الوطنية إلى الخارج :

من أخطر ما ينجم عن عولمة الأسواق المالية للبلاد النامية هو تدويل مدخراتها الوطنية حيث أصبحت أقسام لأبأس بها من هذه المدخرات، في ضوء فتح حساب رأس المال تفضل لأسباب مختلفة الإستثمار خارج بلادها، إذ أنه في الوقت الذي تسارع فيه البلدان النامية لفتح أبواب رأس المال الأجنبي من خلال التسابق على منحه الكثير من المزايا والإعفاءات والحوافز إلا أنها سمحت في ضوء العولمة المالية لأصحاب المدخرات المحلية أن يخرجوا بها للإستثمار في أي بقعة من العالم.

وما يمكن استخلاصه من العولمة المالية، أنها تشجع على حدوث تدفقات كبيرة ومفاجئة ومتقلبة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل الباحثة عن الربح السريع والتي تحدث آثار ضارة بالإستقرار الإقتصادي هي أمر غير مرعوب بالمرّة ويتعين تحصين الإقتصاد الوطني لمنع حدوثها كما يجب في الوقت نفسه تأمين الإقتصاد الوطني ضد مخاطر تدويل مدخراتها الوطنية وعدم السماح للعولمة المالية بتجريفها نحو الخارج والتصدي بحزم للمضاربات المالية سواء من جانب المستثمرين المحليين أو الأجانب لكي لا تتحول إلى نشاط مهيم.

كما العولمة المالية التي تؤدي إلى حدوث تدفقات كثيرة لرؤوس الأموال طويل الأجل هي أمر مرغوب فيه ويجب البحث عن السياسات والإجراءات الفاعلة الرامية لتحقيق هذا الهدف .

المطلب الثالث : مؤشر العولمة وإنعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

نظرا للتطور السريع الذي شهدته العولمة قام بعض الباحثين بوضع أداة لقياس هذه الظاهرة وانتشارها، سميت هذه الأداة بمؤشر العولمة، لذا سيتم من خلال هذا المطلب التعرض إلى النقاط الآتية:

- تعريف مؤشر العولمة؛

- مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية.

1- مؤشر العولمة: 56

بدأت كل من مجلة الشؤون الخارجية فورين افيررز ومجموعة أي تي كيرني الإستشارية في علوم الإدارة بإصدار مؤشر العولمة منذ عام 2001 لقياس درجة التكامل والاندماج في الإقتصاد العالمي، وقد دخل في المؤشر 50 دولة بداية، ثم ارتفع العدد إلى 62 دولة للعلمين التاليين منها دول صناعية متقدمة ودول إقتصاديات من سكان العالم. % من حجم الإقتصاد العالمي ويقطنها 85% الناهضة ودول نامية تشكل بمجموعها 95

وقال معدو المؤشر إنه على الرغم من تدهور الأسواق المالية العالمية عام 2000 بإنفجار ما يدعى بفقاعة أسهم شركات التكنولوجيا وما تلاها من حوادث تفجيرات في نيويورك وواشنطن وتهديدات بالحرب على العراق وتباطؤ في النمو الإقتصادي خاصة في إقتصاديات الدول المتقدمة والأزمة المالية في الأرجنتين وقبلها الأزمة المالية الآسيوية مع سيادة حالة الفلق وتقلب الدورات الإقتصادية، كل هذه العوامل لم تؤثر في إنهاء تيار العولمة أو تحدث نوعاً من التفكك في إقتصاد العولمة أو تضاعف الأثر البيئي السلبي للعولمة عكس ما يصرح به بعض معارضي العولمة.

ويحاول مؤشر العولمة قياس مدى انتشار العولمة وتجذرها، ويدخل في المؤشر 4 مكونات رئيسية تتضمن 13 عنصراً تشمل:

- درجة الاندماج الإقتصادي

- العلاقات مع العالم كالسياحة الدولية، استخدام الهاتف، والتحويلات عبر الحدود

- درجة التقدم التكنولوجي في مكونات الإقتصاد الجديد

- المشاركة السياسية كعضوية في المؤسسات الدولية، المشاركة في بعثة مجلس الأمن، وتهديد السفارات في الخارج.

وقد أضيف المكون الرابع للمؤشر عام 2002 وترصد هذه المكونات عبر تجميع سلاسل زمنية تصل إلى 50 سنة مضت لتحديد إتجاه التطور والتغيير، ويعطي لكل عنصر قيمة تتراوح ما بين صفر إلى واحد ثم يجمع رصيد كل دولة.

ومن الملاحظات العامة للمؤشر أن أكثر الدول عولمة تمتاز بمستوى أكثر عدلاً في توزيع الدخل مقارنة مع الدول الأقل عولمة مما يخالف المقولة المنتشرة أن العولمة تعمق الفقر وعدم المساواة.

كما أن أكثر الدول عولمة هي الدول ذات الإقتصاديات الصغيرة الأكثر إنفتاحاً مثل إيرلندا وسنغافورة وهي التي تتمتع بدرجة أعلى من الحرية الإقتصادية في مؤشر الحرية السياسية مؤسسة، وقد أشير ضمن الملاحظات إلى أن تنافس الدول في تقديم الحوافز المستتدة إلى الإعفاءات أو التخفيضات الضريبية غير مجد خاصة أنه يدفعها إلى تقليص الإنفاق على تحسين الوضع الإجتماعي للطبقات الأكثر إنكشافاً بسبب تراجع الإيرادات الحكومية من خفض حصيلة هذه الضرائب ومثال ذلك من إجمالي الناتج المحلي فيما هي تصنف من أكثر 40% دولة التشيك التي تفرض ضرائب تصل 40

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، العدد الأول، 2004، ص: 25-28. 56

الدولة عولمة وكذلك السويد وفنلندا اللتين تشهدان ارتفاع الضرائب والإنفاق الاجتماعي، كما أن ضعف مكونات الإقتصاد الرقمي في القطر يشكل عنصرا سلبيا في تحقيق درجة أعلى من التكامل والعولمة وهذا يعكس في تعميق الفجوة الرقمية بين الدول وخاصة الفجوة بين أمريكا الشمالية وبقية العالم التي تصل إلى 40 ضعفا، ومن جهة أخرى لوحظ أن أكثر الإقتصاديات عولمة تتحمل أعلى كلفة لأجور العمالة عكس المقولة القائلة بأنها تبحث عن العمالة الرخيصة.

مؤشر العولمة لعام 2003 تصدرت إيرلندا وللعام الثاني على التوالي وتراجعت سنغافورة إلى المرتبة الثالثة عام 2002 ثم المرثية الرابعة عام 2003 وجاءت سويسرا في المرتبة الثانية للعماني 2002 و 2003 على التوالي، وجاءت إيران والسعودية وفنزويلا وبيرو وإندونيسيا في آخر القائمة عام 2003

جدول رقم (08) : مؤشر العولمة للأعوام (2001-2002-2003)

الترتيب	الدولة 2001	الدولة 2002	الدولة 2003
1	سنغافوره	إيرلندا	إيرلندا
2	هولندا	سويسرا	سويسرا
3	السويج	سنغافورة	السويد
4	سويسرا	هولندا	سنغافورة
5	فنلندا	السويد	هولندا
6	إيرلندا	فنلندا	الدانمارك
7	النمسا	كندا	كندا
8	المملكة المتحدة	الدانمارك	النمسا
9	النرويج	النمسا	المملكة المتحدة
10	كندا	المملكة المتحدة	فنلندا
11	الدانمارك	النرويج	الولايات المتحدة
12	الولايات المتحدة	الولايات المتحدة	فرنسا
13	إيطاليا	فرنسا	النرويج
14	ألمانيا	ألمانيا	البرتغال
15	البرتغال	البرتغال	جمهورية التشيك
16	فرنسا	جمهورية التشيك	نيوزلندا
17	هنغاريا	أسبانيا	ألمانيا
18	أسبانيا	إسرائيل	ماليزيا

إسرائيل	نيوزلندا	إسرائيل	19
أسبانيا	ماليزيا	مليزيا	20
أستراليا	استراليا	نيوزلندا	21
كرواتيا	جمهورية السلوفاك	جمهورية التشيك	22
هنغاريا	هنغاريا	استراليا	23
إيطاليا	إيطاليا	اليونان	24
سلوفينيا	كرواتيا	بولندا	25
اليونان	اليونان	شيلي	26
جمهورية السلوفاك	بولندا	جنوب أفريقي	27
كوريا الجنوبية	بنما	تونس	28
المغرب	بتسوانا	اليابان	29
تشيلي	سلوفينيا	تايلندا	30
الصين	كوريا الجنوبية	كوريا الجنوبية	31
بولندا	تايبوان	سيرلانكا	32
بتسوانا	نيجيريا	أوكرانيا	33
تايبوان	تشيلي	الفلبين	34
اليابان	أوغندا	فنزويلا	35
أوغندا	تونس	مصر	36
نيجيريا	السعودية	تركيا	37
جنوب أفريقيا	اليابان	أندونيسيا	38
تونس	روسيا	الأرجنتين	39
رومانيا	السنغال	نيجيريا	40
السنغال	رومانيا	المكسيك	41
أوكرانيا	أوكرانيا	المغرب	42
كينيا	سيرلانكا	بيرو	43
سيريلانكا	الأرجنتين	البرازيل	44
روسيا	مصر	كولومبيا	45
مصر	الغرب	كينيا	46
تايلاند	كينيا	الصين	47

الأرجنتين	بنجلادش	الهند	48
المكسيك	الهند	إيران	49
باكستان	المكسيك		50
الصين	تايلاند		51
الفلبين	الفلبين		52
تركيا	الصين		53
بنغلادش	جنوب أفريقيا		54
كولومبيا	تركيا		55
الهند	باكستان		56
البرازيل	فنزويلا		57
أندونيسيا	البرازيل		58
بيرو	أندونيسيا		59
فنزويلا	كولومبيا		60
السعودية	بيرو		61
إيران	إيران		62

المصدر : المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 28.

2- مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية :

يمكن تلخيص مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية فيما يلي :

2-1- الترابط بين البورصات

تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتتنوع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والتشابك ويتم ربط البورصات ببعضها البعض بأساليب مختلفة منها على سبيل المثال⁵⁷.

- الربط الحاسوبي للبورصات ويقضي ذلك وجود شبكة من الحواسيب الإلكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الإنترنت وشبكة الهاتف، وهو ما يلاحظ على أسواق الدول المتقدمة حيز يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية فمثلا توجد في أمريكا 35 شبكة معلومات، وهناك شبكة تربط بين بورصة لندن وباريس وفرانكفورت من خلال شبكة المعلومات البريطانية.

- الربط بالوسطاء الماليين : وذلك يتواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بتسجيل فيها، وهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة.

- الربط بين الشركات المالية العالمية : ويكون ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية.

- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1996، ص: 173-175⁵⁷

- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية : من خلال بناء محفظة الاستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات وتغيير مكوناتها لضمان أعلى عائد بأقل مخاطرة مشتركة.
- الربط بالسياسات المالية : بتوحيدها بين مختلف الأسواق من حيث سياسة الإقراض والاقتراض والاستثمار وقوانين شركات المساهمة وشروط التسجيل الأوراق المالية فيها.
- الربط التنظيمي : تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل الموجودة بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها مما يعني أن جميع الأدوات والآليات تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.
- الربط المتكامل : تحقق الدول في الإتحاد الأوروبي ربط للبورصات بأكثر من طريقة وآلية من آليات المذكورة أعلاه حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحاسوب والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح...الخ.

وتستخدم الأرقام الصناعية في الاتصالات واستقبال المعلومات بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.

2-2- عولمة الأسهم والسندات⁵⁸ :

بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينيات وبداية الثمانينيات بإصدار سندات من طرق المقترضين وبمساعدة البنوك آنذاك، وكان الهدف من ذلك البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة باختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وأجال وشروط إصدار السندات كل ذلك خلق فرص كبيرة للمؤسسات بإصدار سندات على المستوى الدولي بأحسن الأحوال وأفضل الشروط مقارنة بالمستوى الوطني، فعلى سبيل المثال ارتفع مجموع العمليات على سندات الأمريكية في الخارج من أقل من 50 مليار دولار في 1983 إلى أكثر 500 مليار دولار في 1993، اشتدت وطأة المنافسة الدولية فيما يخص ترويج سندات، واشتهرت السندات الأمريكية مقارنة بمثيله في % إلى 8% بعائدها المرتفع، حيث قارب معدل فائدة أدونات الخزينة الأمريكية 6 ، الأمر الذي يفسر رواج السندات الأمريكية وحصولها على مصداقية كبيرة. % إلى 5% اليابان بـ 4 الصدارة في إصدار السنوات العالمية حيث تمثل النسب الأكبر بنسبة OCDE تحتل دول من مجموع الصادرات في سنوات 1990-1991-1992 على التوالي %، 83.4%، 85.2%، 86.5% لنفس السنوات، ولم %، 11.5%، 10.9% وهذا إذا أضفنا حصة المؤسسات العالمية المقدره بـ 10.3 يبقى لدول الأخرى إلا نسبة ضئيلة من تلك التوظيفات.

ولقد أدى ميل المستثمرين لأوراق القابلة للتفاوض إلى تمكين المصارف الدولية إلى قطع مرحلة جديدة تتمثل في الإصدار الدولي للأوراق المالية القابلة للمشاركة والأسهم القابلة للتوظيف في عدة أسواق، وهذه المرحلة تم اجتيازها بتدشين سوق الأورو- أسهم، ويتم إصدار هذه الأسهم في سوق الدولية، إما بشكل مترافق مع الإصدارات الوطنية أو بشكل منفرد عبر التوظيفات الدولية ويمكن القول أن ميلاد سوق الأورو- الأسهم تعود إلى سنة 1983 وهو تاريخ متأخر مقارنة بالسندات وسوق الصرف.

- بن ثابت علال، أسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات، ومظاهر التجديد، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003، ص: 65.

فعلى هذا الأساس فعولمة أسواق الأسهم عرفت تباطؤًا كبيرًا وهذا يعود إلى ضعف العلاقة بين أسعار مختلف الأسواق المالية آنذاك وإلى اختلاف طرق تقييم الأسهم من سوق إلى آخر حتى مع مؤسسات نفس القطاع فقد قدر حجم التداول اليومي آنذاك في سوق الصرف 100 مليار دولار و 200 مليار دولار لسوق السندات في حين لم تحظى سوق الأسهم سوى على 25 مليار دولار لكن بدخول مرحلة جديدة من العولمة تعتمد على تكنولوجيا المعلومات شهدت هذه الأسواق مرحلة جديدة في تاريخ عولمتها .

2-3- تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة أسواق الأوراق المالية:⁵⁹

إن التقدم العلمي في عالم الاتصالات والمعلومات من أهم مظاهر هذه الفترة إذا أصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة وكان هذا عامل في تقدم عولمة الأسواق خاصة منها الأسواق المالية حيث توجد سوق مالية عالية تضم معظم المراكز المالية الموجودة ويرتبط كل مركز من هذه المراكز بشبكة عملاقة من الاتصالات والمعلومات متعددة الخيوط مع أسواق عالمية أخرى منتشرة في كل أجزاء العالم، إذ تستطيع الحواسيب الإلكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك من خلال تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية.

ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في قطاع المعلومات المالية الدولية:

- النظام الإلكتروني لتحويلات المالية بين البنوك؛
- النظام الأوتوماتيكي للمقاصة؛
- نظام الاتصالات عبر البنوك والبورصات، العالمية ونظام التيلكس.

خلاصة الفصل الثاني

بعد دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية، كفاءتها وأثر عولمتها على الأسواق المالية، مكن ذلك من استخلاص أن السوق تكون كفاءة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية بأقل التكاليف مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وقراءة الاستثمار قليل جدا باعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار ولكي نتحقق كفاءة السوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين وهما :

- كفاءة التسعير ويقصد بها المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير.
- كفاءة التشغيل ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية.

ولقياس درجة تطور الأسواق الأوراق المالية يتم استخدام مؤشرات التي تربط بين القيمة السوقية للورقة المالية وعوائدها المتوقعة ولهذا فهي تقدم تصور تحليليا للمتعاملين في سوق الأوراق المالية والأطراف المهتمة به.

⁵⁹ - عبد المجيد قدي ومقدم عبيرات، العولمة وتأثيرها على الاقتصاد الغربي، مجلة الباحث، العدد الأول، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية،
جامعة ورقلة، 2002، ص ص: 39-40.

ومن أمثلة المؤشرات البورصية الدولية هناك مؤشرات "داوجونز" الصناعي ومؤشر "ساندر (في اليابان **TOPIX**أندبور " في الولايات المتحدة الأمريكية ومؤشر "نيكاي" ومؤشر "توبكس ") ومؤشر " كاك " في فرنسا، أما في سوق المالية البريطاني فيتم استخدام مؤشر " فينانشل" لكافة الأسهم. وبالنسبة للمبحث الثالث الذي نتناول مؤشر العولمة وانعكاساته على الأسواق الأوراق المالية لملها أهمية في دراسة واقع وأفاق الأسواق الأوراق المالية استخلصنا أنه يجب توفر عناصر الربط بين البورصات لنجاح العولمة المالية وهذا لا يتحقق إلا عن طريق توفر وتفعيل تكنولوجيا المعلومات لمعرفة المراكز الدولية للأسواق الأوراق المالية.

الفصل الثالث

أسواق الأوراق المالية الأكثر

تقدماً وأسواق الأوراق

المالية الناشئة

الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما وأسواق الأوراق المالية الناشئة

لقد صاحب التطور الذي شهدته الدول الرأسمالية على اثر الثورة الصناعية تطور أسواق الأوراق المالية كنتيجة لزيادة الحاجة إلى التمويل، خاصة مع انتشار شركات المساهمة، صحيح كان بإمكانها توفير التمويل اللازم من داخل المنشأة من خلال الأرباح التي حققتها من تلك الفترة إلا أن النمو السريع المطلوب في الأصول يحتاج إلى توفير التمويل من خارج الشركة وهذا عن طريق إصدار الأوراق المالية من أسهم وسندات، فبدأ التعامل بمثل هذه الأوراق في أكبر الدول الرأسمالية كفرنسا وانجلترا والولايات المتحدة الأمريكية، لكن هذا التعامل لم يكن له مكان محدد ولم يكن على درجة كبيرة من التنظيم، ولكن مع التطور التكنولوجي وتطور وسائل الاتصال عرفت بورصات تلك الدول تطورا وانتشارا كبيرين ساعد على رفع أداءها خاصة مع الحركة الكبيرة والسريعة للشركات المتعددة الجنسيات، فزادت حركة التداول بهذه الأسواق فأصبح السوق المالي الأمريكي من أكبر المراكز المالية حجما وأكثرها نشاطا كما كانت الولايات المتحدة الأمريكية دائما السبّاقة في الابتكارات المالية والتقنيات المالية الأكثر شهرة وأهمية على المستوى الدولي وإلى جانب السوق الأمريكي نجد الأسواق الأوروبية التي لا تقل أهمية عنه، أين نجد سوق لندن للأوراق المالية الذي يحتل مركز الصدارة على الصعيد الأوروبي، حيث عرف تطورا متلاحقا خاصة خلال الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية، كما يتمتع السوق المالي الياباني بأهمية كبيرة حيث تحتل بورصة طوكيو الرتبة الثانية على الصعيد العالمي .

و إلى جانب هذه الأسواق الكبيرة توجد بالمقابل أسواق حديثة العهد سجلت اسمها في وسط الأسواق المالية كما ازدادت أهميتها خاصة بعد إلغاء القيود على التدفقات المالية، أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة، حيث فتحت هذه الأخيرة أسواقها واستقطبت تدفقات مالية ضخمة، إذ تحولت من طبيعة القيود المصرفية إلى طبيعة أوراق مالية فشهدت بذلك هذه الأسواق نموا كبيرا، وأكثر مظاهر تطور هذه الأسواق هو عملية توجيهها نحو التحرر المالي والعالمية سعيا وراء الاندماج مع أكبر أسواق الأوراق المالية بهدف زيادة معدلات الاستثمار بها، ولكن هذا التحرر شكل لها مخاطر كبيرة إذ تسبب في حدوث أعنف الأزمات البورصية، كما أن الاندماج فيما بينها سرع انتشار الأزمة بها .

انطلاقا مما سبق سوف نتطرق من خلال هذا الفصل إلى العناصر الآتية:

- سوق الأوراق المالية الأكثر تقدما؛

- أسواق الأوراق المالية الناشئة؛

- الأزمات البورصية.

المبحث الأول: السوق المالية في الدول الأكثر تقدما

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومة على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا، إنجلترا، وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في مباني خاصة أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية. وقد أدى التقدم التقني، في المعلومات والاتصالات في الدول الصناعية خاصة، إلى تنشيط التداول في البورصات العالمية، ومع التوسع في الشركات العابرة للقارات، والشركات المساهمة العامة زاد العرض من الأوراق المالية في البورصات، ومع ارتفاع معدل الادخار في تلك الدول استطاعت البورصات الدولية بالترويج الفعال للأوراق المالية أن تنشط الطلب على الأوراق المالية، واستطاعت الدول الصناعية الكبرى من خلال بناء الأسواق المالية أن توفر التمويل اللازم للشركات الجديدة والتوسع في الشركات القائمة.

وسوف تقتصر هذه الدراسة على أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها أكفأ وأقوى البورصات العالمية، وكذا أسواق الأوراق المالية في بريطانيا واليابان وفرنسا، وذلك حتى نتمكن من استخراج نقاط القوة في هذه الأسواق وبخاصة الأمريكية منها وهي التي تمثل المقومات الفعالة لبناء سوق أوراق مالية، لذا تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب وهي :

- أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية؛
- أسواق الأوراق المالية في الدول الأوروبية؛
- أسواق الأوراق المالية في اليابان.

المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

تحتل أسواق الأوراق المالية الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية، ويحتوي⁶⁰ أيضاً على أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، ويشهد على ما هو موجود في وول ستريت Stock exchange American، ومجلس شيكاغو للتجارة Chicago Board trade، وتتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبلية والخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينيات.

في نيويورك تكتسب كذلك الأسواق المعروفة أهمية كبيرة خارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس المال المخاطرة، وهي شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعاتها الصغيرة، تقدم أفكاراً جزئية، وقد كان دورها مشهوراً خاصة في مجال تأسيس شركات

⁶⁰ - عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 291.

الكمبيوتر، وقد كان أبرزها على سبيل المثال شركة آبل Apple وأيضا نسدك NASDAQ والتي تتعامل الكترونيا مع قرابة 1300 شركة خارج المقصورة، أما أشهر الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصات الأمريكية فهي أمريكان إكسبريس، تي تي، تشس مانهاتن، كوداك أم.بي.أم.إل.إك. وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالخصائص التالية: ⁶¹

- الكفاءة المرتفعة.
 - نظام معلومات مالية متقدم كتقارير البورصة والضعف والربط الالكتروني.
 - القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية.
 - تأمين المعاملات بالبورصة كجهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية.
 - يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانية الرسمية أو عن طريق صفقات خارج البورصة.
 - يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.
- وفيما يلي أهم البورصات الموجودة في أمريكا:

1- بورصة نيويورك للأسهم NEW YORK STOCK EXCHANGE

بقيت بورصة نيويورك إلى مدى طويل جمعية تضم أكثر من 1300 عضو، تحولت في عام 1971 إلى شركة مساهمة، أما القواعد التي تحكمها فقد بقيت غير محددة إلى غاية أزمة 1929 لكي تصبح بعدها أكثر جمودا.

يبلغ عدد أعضاء هذه البورصة 1366 عضوا، وتحكم أنشطة أعضائها مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب 26 عضوا لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويقوم بالإدارة الفعلية 12 عضو فقط، بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس، أما بقية الأعضاء وعددهم 12، فيطلق عليهم مديري عموم. ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة، فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة، ويلاحظ أن لمعظم بيوت السمسرة عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء، وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة عضوية مؤسسة، ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك بالسهم المسجل، ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي معلن، وتتخلص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك كالآتي ⁶²

- ألا تقل قيمة الأصول المادية الملموسة عن 18 مليون دولار.

⁶¹ - فريد النجار، مرجع سبق ذكره، 1998/1999، ص: 115.

⁶² - A. Douhane, Vade-mecum de la bourse des marchés financiers, SEFI Canada, Paris, 2000 p 21

- أن يملك الجمهور حصة لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار في رأس المال الشركة.
- ألا تقل القيمة الاسمية للأسهم الشركة عن 18 مليون دولار.
- ألا يقل صافي الربح قبل الضريبة أي الربح الإجمالي الذي حققته الشركة في السنة الماضية عن 2.5 مليون دولار، وألا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن السنة السابقة.
- أن يملك 2000 مساهم، كحد أدنى، كل منهم 1000 سهم على الأقل.

بالإضافة إلى شروط السابقة هناك شروط عامة للتسجيل في بورصة نيويورك نذكر منها⁶³

- أن يكون للشركة مكانتها على المستوى القومي، أي تثبت الشركة وجودها على أرض الواقع عن طريق مساهمتها في الناتج القومي.

- أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة، ولها وضع متميز، أي تبرهن على قدرتها على التمايز عن باقي المؤسسات في الصناعة التي تنشط فيها.
- أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.

وإذا حدث بعد التسجيل أن انخفض التداول في السهم بصورة كبيرة للغاية، فإنه يتم إلغاء التسجيل بواسطة البورصة، وبالتالي يتوقف التعامل فيها، كما يتم إلغاء تسجيل السهم إذا تم اندماج الشركة في شركة أخرى أو يتم شرائها بواسطة شركة أخرى، وفي الحالات الأخرى يمكن أن يكون هناك تجميد التداول، بمعنى توقف مؤقت عن التعامل بالسهم، ويحدث هذا التجميد عادة إذا انخفض حجم التعامل بصورة غير طبيعية، بسبب انتشار شائعات لا تستند إلى أساس، بأن هناك محاولة السيطرة على الشركة من جانب شركة أخرى، أو أن تعلن الشركة قريباً عن أرباح ربع (1/4) سنوية منخفضة للغاية.

وتظهر شروط إلغاء التسجيل إذا تحقق أي شرط من هذه الشروط الآتية:

- انخفاض عدد حائزي الأسهم الذين يملكون 100 سهم أو أكثر إلى أقل من 1200 مساهم.
- انخفاض عدد الأسهم المتداولة عن 600000 سهم.

-انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة عن 5 ملايين دولار، ويمكن أن تسجل الورقة المالية في أكثر من بورصة واحدة. كما يمكن أن تلغي البورصة التسجيل لأسباب أخرى تراها جوهرية.

2- البورصات الأمريكية AMEX: ⁶⁴

لا تقوم البورصة الأمريكية بلعب نفس الدور الذي تلعبه بورصة نيويورك ولقبول ورقة مالية في التسعير، تفرض البورصة الأمريكية شروطاً أقل تعقيداً، فالمشروع الذي يكون في مرحلة نمو والذي تظهر هيكله مالية متينة، مترافقة مع آفاق جيدة للربح، له الحق في الدخول إلى هذا السوق، وذلك

⁶³- منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، أسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع للنشر، 1997، ص: 437.

⁶⁴- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع لبنان، الطبعة الأولى، 2003، ص ص: 31-32.

تشجيعا لهذه المشروعات، ومن هنا فإن تكلفة التسجيل من أجل التسعير متدنية بالمقارنة مع هو سائد في سوق نيويورك، وبذلك فإن العديد من الشركات تكتفي بالتسعير في البورصة الأمريكية، وهذا يعتبر بالنسبة لتلك الشركات نوعا من التدرج قبل انتقالها إلى بورصة نيويورك.

بالإضافة إلى ما تقدم، فإن بعض القيم غير المسعرة يمكن أيضا أن تتداول في هذا السوق، وعلى العكس ما في بورصة نيويورك فإن أوامر البورصة تصدر خصوصا عن أشخاص طبيعيين. أخير أن عددا كبيرا من وكلاء الصيرفة يتبعون إلى شركات هي أيضا أعضاء في بورصة نيويورك، وهؤلاء الأعضاء يتوزعون بين السماسرة الذين من ضمن مهامهم لعب دور في بورصة نيويورك.

المطلب الثاني أسواق الأوراق المالية في الدول الأوروبية

تؤكد اتفاقية إنشاء الاتحاد الأوروبي على توحيد أسواق المال الأوروبية، وتعتبر بورصة إنجلترا وهولندا ذاتية الإدارة على عكس بورصات فرنسا وإيطاليا التي كانت حكومة القرار تؤكد اتفاقية أسواق المال الأوروبية على تخفيض القيد في التعامل في البورصات بتطبيق نظام الاختصاص المالي، وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية، وتسعى اتفاقية البورصات الأوروبية إلى القضاء على العقبات التي تحول دون الربط من خلال:

- القضاء على عقبة نقص المعلومات من كل بورصة.
- إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية.
- تخفيض تكلفة عقد صفقات الأوراق المالية من البورصات المختلفة.
- زيادة حجم تداول الأوراق المالية عبر البورصات.
- إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي في البورصات.
- توحيد شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية.
- تنويع أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

1- سوق الأوراق المالية في بريطانيا

سوف يتم التطرق من خلال هذا المحور إلى مايلي:

1-1- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في بريطانيا.

نشأت بورصة لندن London stock exchange رسميا في عام 1802، وبقيت على امتداد القرن 19 البورصة الأهم، لكنها عادت لاحقا وخسرت موقعها الطبيعي لصالح بورصة نيويورك، ولقد تجاوز عدد القيم المسعرة في بورصة لندن 9000 في النصف الثاني من عقد الثمانينات، وهذا السوق

يأتي حاليا في المرتبة الثالثة عالميا، بعد كل من نيويورك وطوكيو، وإلى جانب بورصة لندن يوجد منذ عام 1980 سوق موازية ثانية تعرف باسم inlisted securities market.

1-2- تعريف سوق الأوراق المالية البريطانية

سوق الأوراق المالية مستقلة تماما عن السلطات الرسمية، إذ أنه سوق خاص ومقفل، فالجمهور لا يقبل فيه، ولا بالدخول إليه، ينحصر فقط في أعضاء Stock Exchange، على رأس البورصة يوجد منذ عام 1948 ما يعرف بمجلس البورصة، الذي يضم 46 عضوا يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، على أن يتم انتخاب سنويا ثلث (1/3) الأعضاء لهذا المجلس سنويا من قبل أعضائه السابقين، ويقوم المجلس المذكور بلعب الأدوار الثلاثة الآتية:

- دور إداري، يتمثل بإدارة مجلس البورصة، إذ أن هذا المجلس يبت في القبول والفصل أو إعادة القبول السنوي للأعضاء.

- دور تقني، يتمثل بالبت في تسجيل القيم بغية تسعيرها، وبتحديد آلية العمليات.

- دور قضائي، يتمثل في الفصل في كل نزاع لا يرفع أمام المحكمة العادية.

وأعضاء البورصة الذين يعينون من قبل المجلس يتوزعون بين Brokers و Jobbers .

- Brokers وهم الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن، ويقومون بعمليات على مختلف القيم.

- أما Jobbers. فهم أولئك الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية، حيث تنشأ أرباحهم عن الفارق الحاصل بالأسعار، كما أنهم يعملون حصرا مع Brokers

أما فيما يخص القيم المسعرة في بورصة لندن التي كان عددها لا يتجاوز الثلاثين في عام 1815، فقد أصبح اليوم بحدود عشرة آلاف، ويقوم مجلس البورصة بتسجيل التسعير الرسمي، أو الشطب منه، ويوضح التسجيل الرسمي أسعار الشراء والبيع المطبقة من قبل Jobbers الأساسي لكل القيم، وإلى جانب أسعار العمليات الحاصلة تنشر أيضا أسعار Reports و Deports، وأسعار العمليات على الأوراق المالية غير المقبولة في التسعير الرسمي، ومنذ عام 1972 انتقلت بورصة لندن للقيم المنقولة إلى المقر الجديد وتمت عصرنتها على صعيد واسع بإدخال نظام معلوماتي TALISMAN، الذي حل وبدأ العمل به منذ عام 1977 إلى حد بعيد مكان تدوين "القيود الدفترية" وسمح لاحقا باستخدام أكثر فاعلية لأجهزة المعلوماتية المتطورة.

وتعتبر بورصة لندن أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، وبدأت بورصة لندن تسترجع مكانتها تدريجيا من خلال الإصلاحات التي قامت بها الدولة في هذا الصدد، وقدمت شتى التسهيلات للمتعاملين الماليين الدوليين، كما أن الخبرة الواسعة للوسطاء ساهمت بشكل كبير في إدارة المعاملات النقدية والمالية الدولية، وتطورت مكانتها في سوق اليور ودولار، حيث أن بورصة لندن نظرا لمكانتها

الكبيرة وعلاقتها الوثيقة بمختلف المراكز المالية الدولية قد تمكنت من الحصول على فوائد كبيرة ومزايا من خلال تقديمها للتسهيلات المالية بواسطة قروض سندات دولية.⁶⁵

وتصل عدد الأوراق المالية المسجلة أي الشركات في بورصات لندن ما يزيد عن 6000 سهم تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا منها 2000 سهم للشركات دولية وأوروبية أخرى، تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية ويرجع ذلك إلى الأسباب الآتية:

- خبرة طويلة في المعاملات.
- أهمية كبيرة للبورصات.
- سوق مستمرة للعمليات الأجنبية.
- دور فعال لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين.
- أدى تطبيق المعدلات النمطية للتداول في البورصة إلى زيادة الثقة مما جعل بورصة لندن من البورصات الرائدة في أوروبا.
- تخفيض الضرائب على الأرباح الأوراق المالية

وبدأت البنوك الأمريكية والبريطانية في التعامل بالأوراق المالية في بورصة لندن بعد رفع حظر تعامل المؤسسات الدولية في البورصة عام 1985.

1-3- أنواع الإصدارات من الأوراق المالية في بريطانيا

وما تجدر الإشارة إليه، يمكن التمييز بين إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية وبين إصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية

1-3-1 إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية.

تتحقق هذه الإصدارات مباشرة بواسطة كل من الخزينة البريطانية وبنك إنجلترا، أما البنوك التجارية، فهي لا تتدخل إلا لكي تضع صناديقه بتصرف المصدر، أو لكي تكتب لحسابه، تقوم مديرية الإصدار في بنك إنجلترا، في غالبية الأحيان، بالاكنتاب بالجزء غير المكتتب به من قبل الجمهور، على أن تباع لاحقاً هذا الجزء في السوق عندما تسمح الفرصة بذلك، وهذا ما يمكن الدولة وبصورة شبه دائمة من القيام بإصدارات لقروض عامة.

1-3-2 إصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية

حالياً عندما تقرر إحدى الشركات البريطانية إصدار أوراق مالية تتوجه عادة إلى بيوت الإصدار التي تقوم بدور الوسيط بين الشركة المصدرة والمستثمرين بالأوراق المالية، والأموال المطلوبة يمكن الحصول عليها إما عبر الإصدارات مباشرة موجهة للجمهور ومرفقة بإذاعة تجارية، وفي الغالب عبر عرض للبيع يكتب به البنك بكامل الإصدار، على أن يعيد توظيف هذا الأخير في السوق، وهذا ما يعرف بـ *prise ferme*، وأخيراً عبر التوظيف لدى المستثمرين المؤسسين.

⁶⁵- وليد أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2003، ص: 83.

ويرتكز دور بيوت الإصدار بشكل أساسي على تنظيم وضمان الإصدار، ونادرا ما يتعدى ذلك لكي يضمن التوفير الفعلي لرؤوس الأموال.

زيادة على ذلك تبحث الشركات المصدرة في الكثير من الأحيان عن اللجوء إلى ما يعرف Under writers الذين يتلقون عمولة تتغير تبعا للخطر المرتقب مقابل ضماناتهم للإصدار، هؤلاء Under writers هم بنوك الودائع، وشركات التأمين ووكلاء البورصة.

إلى جانب الإصدارات والزيادات في رأس المال لا يجب إغفال التالي:

- عمليات الانصهار ما بين الشركات التي لا يزال يزداد عددها يوما بعد آخر.
- عمليات أخذ المشاركات من قبل سلسلة من الأجهزة، وكذلك من قبل البنوك التجارية التي تعمل غالبا بشكل غير مباشر متعاونة مع أجهزة مصرفية دولية.
- عمليات ممارسة الرقابة والضبط عبر العروض العملية للشراء أو التبادل، هذه العمليات تسمح بحدوث تركيزات هامة ضمن شروط تتوافق مع سلامة الاقتصاد كما أنها تشكل أيضا عامل تنشيط للبورصة.

2- سوق الأوراق المالية في ألمانيا

يوجد في ألمانيا 08 بورصات للأوراق المالية تقع في فرانكفورت، ميونيخ، أسبادورف، شتوتجارت هامبورج، هانوفو، وست بيرلين.

2-1- خصائص سوق الأوراق المالية في ألمانيا

وتتميز البورصات الألمانية بما يلي:⁶⁶

- تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم والسندات المتداولة.
- يتركز تداول الأوراق المالية في ألمانيا على 04 بورصات فقط من أصل ثمانية.
- يتم تسجيل السندات الحكومية وسندات الشركات عن طريق الوسطاء الماليين الرسميين في البورصات الألمانية.
- أنشئ السوق الثانوي في ألمانيا في ماي 1987 لتشجيع تداول السهم والسندات الخاصة بالشركات صغيرة الحجم.

- يتم التعاملات في السوق الثانوي عن طريق الاتصالات التليفونية، وفق القوانين التجارية والمالية خارج البورصة شريطة الإفصاح المالي والتسجيل.

- يعتبر سوق الأوراق المالية الخاص بالشركات الصغيرة سوقا غير رسمي في ألمانيا.

- تعتبر سوق رأس المال في ألمانيا محدودا نسبيا بالمقارنة مع حجم الاقتصاد الألماني.

- تم إدخال الأسهم الأجنبية للتداول في البورصات منذ الخمسينيات.

2-2 أشكال البورصات في ألمانيا

⁶⁶ - مكاي نادية وأبو فخره، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية، منهج شامل، الدار الجامعية المتوسطة، القاهرة الطبعة الأولى، 2001، ص: 92.

توجد 03 أشكال من البورصات في ألمانيا وهي: الرسمية، الخاصة، شبه الخاصة.
- ويتم التعامل في الأسواق المالية الأجنبية من خلال عمليات المقاصة التي تقوم بها اتحادات ومكاتب متخصصة.

- تعتبر الرسوم على الأسهم الألمانية مرتفعة عن بقية البورصات الأوروبية ولكنه في مقابل ذلك تحقق الكفاءة العالية عائداً مناسباً للمتعاملين.

- يستفيد المستثمرون ورجال الأعمال في ألمانيا من البورصات في التمويل وزيادة رؤوس الأموال.
ولقد زاد من كفاءة البورصات الألمانية استقرار العملة الألمانية سابقاً، وسهولة استخدامها عبر الأسواق الأوروبية والعالمية، وتوحد الألمانيين وعموماً ما زالت البورصات الألمانية محدودة النشاط بالمقارنة مع بورصة لندن وبورصة نيويورك وبورصة طوكيو.

وكخلاصة لما سبق ذكره فإن سوق الأوراق المالية الألمانية يعتبر صغير الحجم مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة، وضخامة حجم الشركات واحتياجاتها المالية، ويكاد تعامل تلك الأسواق أن يكون محتكراً على المصارف، إذ أن تعامل الشركات بشكل كبير مع المصارف يؤدي إلى إضعاف حجم التداول في السوق المالية، ولكنه من المحتمل أن تتطور السوق المالية نتيجة معاهدة ماستريخت واختيار فرانكفورت كمركز مالي أوروبي.

3- سوق الأوراق المالية في الفرنسية⁶⁷

سيتم التعرف على هذا السوق من خلال:

3-1- تعريف سوق الأوراق المالية في فرنسا

تتمثل هذه السوق بشكل رئيسي في بورصة باريس، حيث يتم تداول الأوراق المالية عن طريق شركات أعضاء البورصة الذين يطلق عليهم *societies de bourse*، إن الذي يميز السوق الفرنسي هو أنه سوق واحد يشمل البورصات الفرنسية التي تنتشر في المدن الفرنسية باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانت ونانسي، وهذه البورصات تمثل نظاماً متكاملًا تخضع لنفس السلطات، ولنفس القواعد ونشر البيانات، وفي هذه السوق تتم المتاجرة بالأوراق المالية تحت نظام إلكتروني مركزي يعرف باسم كاك CAC، وهذا النظام يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في أوراق المالية في كل أنحاء فرنسا وفي وقت واحد وهناك أربع تنظيمات تمثل إطاراً عاماً للسوق.
- شركات البورصات أي السماسرة والمتعاملين.

- مجلس بورصات الأوراق المالية وتمثل السلطة المشرفة على السوق.

- شركة البورصات الفرنسية وهي مسؤولة عن تنفيذ قرارات مجلس البورصات وعمليات المقاصة بين أعضاء البورصة.

- هيئة عمليات البورصة مهمتها الرقابة على المعلومات المنشورة، وحماية المستثمرين ومراقبة صحة العمليات.

⁶⁷- عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 58.

لا تعتبر البورصات الفرنسية جذابة للاستثمارات الدولية، وتسجل بورصة باريس عددا محدودا من الأسهم الأجنبية بالمقارنة مع الأسهم الفرنسية المسجلة في البورصة، وتتعامل بورصة باريس في الأوراق المالية ذات العائد الثابت أي السندات، وتحدد الحكومة شروط تسجيل الأوراق المالية الأجنبية وكيفية تداولها في البورصة، ويقلل من نشاط البورصة القيود الإدارية والضرائب ذات المعاملة التمييزية والإجراءات المطلوبة التي تضعف من جذب الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق المال الفرنسية.

3-2- تدابير تدويل أسواق المال الفرنسية

ودعت إدارة الاقتصاد الفرنسي مؤخرا إلى الأخذ بالتدابير اللازمة لتدويل أسواق المال الفرنسية على النحو الموالي:⁶⁸

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية.
- زيادة كفاءة المقاصة بالبورصة.

-زيادة ثقة المستثمرين في البورصة.

- جذب الاستثمارات الدولية.
 - زيادة ساعات التداول في البورصة.
 - زيادة المعلومات للمستثمرين.
 - تخفيض الرسوم والضرائب على الأوراق المالية.
 - إعطاء حريات للوسطاء الماليين للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك
- #### المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في اليابان

تغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم، أسواق سندات التأمين، وأسواق الاستثمار برأس المال، والتي تشمل: صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات، وسوف يتم تناول في هذا المطلب نقطتين هما:

- نشأة بورصة اليابان وخصائصها؛
- تدويل السوق المالي الياباني.

1- نشأة بورصة اليابان وخصائصها

تم إنشاء أول بورصة باليابان بطوكيو ولوزاكا، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة 1868-1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة ابتداء عام 1930 وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي، وكانت بورصة طوكيو ولوزاكا ونابويا من أول البورصات اليابانية تطورا أو تحديثا عام 1961، وأصبحت بورصة طوكيو أكثر البورصات تنافسا لبورصة نيويورك عام 1987، ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في ثماني

⁶⁸- فريد النجار، مرجع سبق ذكره، 1998/1999، ص: 132.

بورصات محلية هي: طوكيو، لوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكوكا، كيوتو، سابورو، وتشير مؤشرات أداء البورصات اليابانية إلى انخفاض السيولة مؤخرا حيث وصلت 21.31% في الأسهم طويلة الأجل بالبنوك، كما أن هناك 50% من الأسهم غير متداولة، وحققت بورصة طوكيو 87% من حجم التداول، وحوالي 83% من قيمة إجمالي التداول بالبورصات اليابانية⁶⁹ وفيما يلي بعض خصائص البورصات اليابانية:

- انخفاض المخاطر
- تنوع الأوراق المالية المتداولة.
- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية.
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.

- انتشار الوعي الاستثماري.

- استقرار التداول في البورصات اليابانية.

- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية.

- اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين.

- تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية.

- تدويل البورصات اليابانية

- الاهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة.

- تطوير أدوات السوق الأولي والسوق الثانوية.

- مكثنة العمليات في البورصة بالحواسب المتقدمة.

- بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية بالبورصات اليابانية.

- وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية.

- تحسين شروط تسجيل الشركات بالبورصات اليابانية.

- تطوير أسواق السندات.

- الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية.

ومن بين الشروط الأساسية للقبول في تسعير بورصة طوكيو:⁷⁰

- يجب أن يبلغ رأس المال 500 مليون ين وأن يبلغ خارج طوكيو 1000 مليون ين على الأقل، أو أن

يكون موزعا على أكثر من 10 ملايين سهم و200 مليون سهم خارج طوكيو.

- يجب أن يبلغ عدد المساهمين 2000 على الأقل.

⁶⁹- فريد النجار، مرجع سبق ذكره، 1998/1999، ص: 133.

⁷⁰- وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 78-80.

- الأصول الصافية الملموسة يجب أن تكون مساوية لمائة ين على الأقل، مقابل كل سهم أي القيمة الإجمالية الدنيا 1.5 مليار ين، والأرباح العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 15 ين عن السنوات الثلاث الأخيرة وعشرون ين على الأقل فيما يتعلق بالسنة الأخيرة، كما أن الأرباح الموزعة العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 5 ين خلال السنوات الثلاث الأخيرة أيضا.

- يجب أن تكون الشركة منشأة منذ ما لا يقل عن خمس سنوات، وان تستجيب للعديد من الشروط التفصيلية الأخرى.

2- تدويل السوق المالية اليابانية

حصل التطور السريع الذي عرفه السوق المالي الياباني على مستوى الدولي في اتجاهين مختلفين:
- **الاتجاه نحو الخارج:** كان قد بدأ منذ مطلع الستينيات، وقد حدث بواسطة American depository Receipts A.D.R، على أثر الطلب الملح للشركات اليابانية الحريضة على رفع اعتبارها عبر تسعير أوراقها المالية في البورصات الأمريكية، وهذه الصيغة قد أقرتها وزارة المالية اليابانية في عام 1961، ثم توسعت هذه الصيغة لكي تطل الأسواق الأوروبية، وعلى وجه الخصوص سوق اليورو الدولار، وحتى هذا الحين تقوم A.D.R بعشرات الإصدارات السنوية لصالح الشركات اليابانية.

في عام 1971 حصل المستثمرون اليابانيون الفرديون على إذن شراء قيم أجنبية مسعرة في البورصات الخارجية، ومنذ عام 1981 سمح بإصدار سندات مضمونة وأسهم في التداول.

ولا يزال عدد الشركات اليابانية في تصاعد حيث تقوم بإصدار سندات بالفرنك السويسري، الدولار، واليورو، كما أن البنوك اليابانية أصبحت فاعلة أكثر فأكثر في الأسواق المالية الدولية.

وفي عام 1961 كانت هناك ستة (06) بنوك يابانية تمارس نشاطها خارج اليابان عبر حوالي ثلاثين فرعا ومكتبا تمثيلية، في حين أنه في نهاية السبعينيات أصبح عدد البنوك في الخارج 23 بنكا، تمارس نشاطها عبر 131 فرعا، هذا الارتفاع في عدد البنوك اليابانية- التي تمارس نشاطها خارج اليابان تواصل أيضا باطراد خلال العقدين الأخيرين، ومن جهتها ضاعفت بيوت الأوراق المالية اليابانية من عدد فروعها، وبرهنت عن ميل واضح للتعاون مع مؤسسات مالية أجنبية في مسارها، وعلى غرار المصارف كانت الاستثمارات الصناعية في الخارج التي تقوم بها الشركات اليابانية في تزايد مستمر.

وابتداء من عام 1965 حافظت بيوت الأوراق المالية اليابانية الأربعة على مكانتها في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، ومنذ بداية السبعينيات فتحت أيضا تلك البيوت مكاتب لها في هونغ كونغ وسنغافورة والبحرين، ولوحظ أنها كانت تحقق خلال الثمانينيات حوالي 10% من مداخيلها نتيجة عمليات خارجية، وما يشار إليه أن البيت المالي الياباني الأكثر أهمية أصبح عضوا في بورصة نيويورك بدأ من عام 1981.

-الاتجاه نحو الداخل: ظهرت معالم تدويل السوق باتجاه الداخل منذ عام 1970 وذلك من خلال إصدار سندات أجنبية بالين، وكذلك من خلال توجه المستثمرين الأجانب إلى السوق الداخلي الياباني بغية الاستثمار المباشر أو غير المباشر.

وفي نهاية عام 1973 قررت بورصة طوكيو قبول تسعير إصدارات الأسهم الأجنبية. وما تجدر الإشارة إليه أنه خلال عام 1980 تم تبادل ما قيمته 7000 مليار من الأوراق المالية الأجنبية 86% كانت سندات و 14% كانت أسهم والابتكار الهام الذي حدث في عام 1982 تمثل في بيع المصارف وبيوت الأوراق المالية للأوراق التجارية وشهادات الإيداع الأجنبية التي يقوم بشرائها المستثمرون اليابانيون، وبذلك تم فتح الأسواق النقدية المالية الأجنبية أمام رؤوس الأموال اليابانية القصيرة الأجل. ووردا على تدويل سوق الأوراق المالية باتجاه الداخل حصلت العديد من البيوت الأوراق المالية الأجنبية منذ عام 1972 على إذن بفتح فروع لها في اليابان، كما أن أحدها قد استطاع في منتصف الثمانينيات أن يصبح عضوا في بورصة طوكيو.

المطلب الرابع: التحالفات بين أسواق الأوراق المالية الدولية

ظهرت الحاجة إلى إقامة تعاون دولي بين أسواق الأوراق المالية خلال الثلاثينات. وأخذت الغرفة الدولية للتجارة، ومقرها باريس، زمام المبادرة من أجل إقامة مكتب دولي لأسواق الأوراق المالية استمر في ممارسة نشاطه حتى الحرب العالمية الثانية. ولم تشهد الفترة التي أعقبت الحرب خطوات هامة على طريق إقامة تعاون دولي بين تلك الأسواق حتى مايو 1957 عندما اجتمع ممثلو عدة بورصات أوروبية في باريس. وبعد أربعة أعوام من التعاون غير الرسمي، اختار المشاركون إرساء إطار مؤسسي لعملهم وأنشئوا الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية في لندن عام 1961.

وسوف نتطرق في هذا المطلب إلى هذه التحالفات وهي:

- الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية؛
- اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية؛
- اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية؛
- اتحاد جنوب آسيا للأوراق المال.

وفيما يلي عرض تفصيل هذه التحالفات :⁷¹

1-الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية

⁷¹ - محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مفصلة للأسهم والسندات، تاريخ الاطلاع 2006/01/11. www.arriadh.com/economic.

منذ إنشائه في عام 1961، شهد الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية نمواً مستمراً بحيث أصبح يضم في عضويته اليوم 56 بورصة منظمة من مختلف أنحاء العالم. وتمثل البورصات الأعضاء أكثر من نسبة 97% من رسملة أسواق الأسهم العالمية ومعظم عملياتها الآجلة وخياراتها وصناديق استثمارها المكتتبة وسنداتها.

يمثل الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية المنظمة التجارية للأوراق المالية المنظمة ولأسواق المشتقات المالية ولغرف المقاصة ذات العلاقة على المستوى العالمي. وهو منظمة دولية تضم في عضويتها البورصات الرئيسية في العالم التي تحرص على تقديم أرفع مستوى من الخدمات.

وتتلخص الأهداف الرئيسية للاتحاد فيما يلي:

- عرض دور ووظائف ونزاهة الأسواق المنظمة.

- توفير محفل دائم لخبراء أسواق الأوراق المالية لمناقشة القضايا ذات الاهتمام المشترك، والتعرف على الاتجاهات والحلول الجديدة بهدف تعزيز المركز التنافسي للأسواق المنظمة، وتطوير البرامج الداعمة لعمليات البورصة بما في ذلك إعداد الورقات البحثية، وتنظيم ورش العمل، وإجراء التقييم الاسنادي، وصياغة الممارسات السليمة.

- وضع معايير متناسقة للتعاملات التجارية في الأوراق المالية بما في ذلك التعاملات عبر الحدود.

- تعميق علاقات التعاون مع الجهات الإشرافية من أجل ترسيخ مزايا التنظيم الذاتي ضمن الإطار

التنظيمي الشامل.

- دعم أسواق الأوراق المالية الصاعدة في مساعيها للتماشي مع معايير الاتحاد بما يسهم في زيادة الثقة العالمية في إدارة تلك الصناعة وممارساتها التجارية.

2- اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية

تمثل أوروبا إحدى أكثر المناطق استقراراً في العالم. وتعتبر البلدان الأوروبية من بين البلدان الأكثر ثراء والأمتن اقتصاداً مما يجعلها نقطة جذب قوية لأصحاب رؤوس الأموال الذين يطمحون إلى الاستثمار المربح. وفي الوقت نفسه، يكف ارتفاع معدلات الادخار بقاء هذه القارة كمصدر هام لرؤوس الأموال بالنسبة لباقي أجزاء العالم.

ويضم اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية، ومركزه بروكسل، أسواق الأوراق المالية وأسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا بموجب قرار الخدمات الاستثمارية الصادر عن الاتحاد الأوروبي. وهو يمثل الجسر الذي يربط بين المتعاملين في الأسواق الأوروبية المنظمة والمقننة من جهة، والسلطات، وخصوصاً على مستوى الاتحاد الأوروبي، من جهة أخرى. وعضوية الاتحاد مفتوحة لكافة المؤسسات المنظمة والمقننة من بلدان الاتحاد الأوروبي والنرويج وأيسلندا وسويسرا إلى جانب البلدان التي تسعى للانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي. وبالتالي، فإن الاتحاد مفتوح للمؤسسات الجديدة الخاضعة لأحكام الاتحاد الأوروبي فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية.

ويمثل الاتحاد 27 بورصة من مختلف أنحاء أوروبا بورصات مراسلة. وينطبق وصف

"البورصة على الأسواق الرئيسية غير المؤهلة بعد للحصول على صفة العضو المنتسب أو التي تنتمي

إلى بلدان لم تدخل بعد في مرحلة المفاوضات الرسمية للانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي وبالتالي فهو عبارة عن اتحاد مرن لأسواق الأوراق المالية.

- أهداف الاتحاد الأوروبي للأوراق المالية

يهدف الاتحاد إلى تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأوروبية كأسواق منظمة للأوراق المالية، وإلى الإسهام في الارتقاء بالأسواق المالية الأوروبية تحقيقاً لأهداف معاهدة روما وذلك من خلال التعاون في مجالات التعامل والمقاصة والتسوية والإيداع إلى جانب الأمور التنظيمية الأخرى. ويقوم الاتحاد علاقات تعاون مع منظمات دولية أخرى، وخصوصاً منها مؤسسات الاتحاد الأوروبي، ويمثل مصالح أعضائه في الأمور المتعلقة بصناعة الأسهم الأوروبية. وهو يعزز بذلك عملية التكامل التدريجي بين أسواق المال الأوروبية.

ويمثل الاتحاد أساساً محفلاً تقوم من خلاله البورصات الأعضاء بمناقشة احتياجات المتعاملين وسبل تلبيةها. ولا تنص اللائحة الداخلية للاتحاد على إجراء المناقشات فحسب، وإنما كذلك على ضرورة العمل المشترك من أجل إقامة البني الأساسية اللازمة لخلق أسواق أوروبية فعالة. ويسعى أعضاء الاتحاد من خلال تلك المناقشات والنشاطات إلى الإسهام في إيجاد حلول مشتركة لمختلف المشاكل التي تعترضهم. ومن المهام المستمرة للاتحاد تمثيل بورصاته الأعضاء لدى مؤسسات الاتحاد الأوروبي، وخصوصاً منها اللجنة الأوروبية. كما أنه يدعم مشاريع ترمي إلى زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية في أوروبا. ومن بين تلك المشاريع ما يلي:

- تنفيذ قرار الخدمات الاستثمارية الصادر عن الاتحاد الأوروبي:

- الربط بين أسواق الأوراق المالية

- مساعدة الأسواق الأوراق المالية الأوروبية الصاعدة

شهدت البورصات الأوروبية عملية تحول خلال العقد الفائت. فقد أزيلت الحواجز الإدارية التي كانت تعيق حركة معظمها وتخدم أهدافاً محلية أساساً. أما الآن فقد أصبحت عضوية الاتحاد متاحة للمؤسسات الوسيطة ذات الملكية الأجنبية وأصبحت هناك الكثير من الأوراق المالية متعددة التسجيل. وانطلاقاً من قوتها التقليدية، أصبحت الأسواق الأوروبية تعمل الآن طوال اليوم بعد أن كان التعامل يقتصر على جلسات قصيرة وموحدة. كما أنها تقدم خدمات توجيه الطلبات لضمان سرعة التنفيذ وسلامته وذلك مقابل رسم منخفض. وهي تتميز بدرجة أعلى من الشفافية عن ذي قبل بفضل ما يتوفر لها من إمكانيات فنية متقدمة بما يجعلها إحدى أكثر الجهات ابتكاراً في مجال استخدام تكنولوجيا المعلومات. لقد حملت الزيادة الكبيرة التي شهدتها عملياتها المتاجرة والاستثمار عبر الحدود مخاطر إضافية على الأسواق مما دفع بالبورصات إلى تحسين إجراءات التعامل مع الطلبات الواردة وتنفيذ التعاملات التجارية من خلال تقصير فترات التسوية وإحكام تدابير السلامة.

ومن ناحية أخرى، وإدراكاً منها للدور الرئيسي المناط بها والمتمثل في تأمين رؤوس الأموال اللازمة للصناعة، أعارت الكثير من البورصات اهتماماً خاصاً لاحتياجات المشروعات الناشئة من خلال إقامة أسواق خاصة تفي باحتياجات الشركات الصغيرة

يدعو إلى إجراء مراجعة شاملة لقرار الخدمات الاستثمارية ويقترح تبني توجه عملي من أجل تنظيم التعاملات في الأسواق على اعتبار أن البورصات الأوروبية تطالب بتحقيق العدالة بين جميع المتعاملين. يوصي بشدة بتشكيل لجنة للأوراق المالية وأخرى تنظيمية ضمن إطار قرار الخدمات الاستثمارية، ويرى أن اللجنتين لا يمكن أن يُكْتَبَ لهما النجاح إلا في حالة إجراء مشاورات وثيقة بين خبراء السوق ورجال الصناعة.

يطالب مجدداً بفتح الأسواق الأمريكية أمام البورصات الأوروبية ويحث على إجراء حوار فوري مع السلطات الأمريكية بهذا الشأن.

يرى أن تنظيم خدمات المقاصة والتسوية والإيداع المقدمة يجب أن لا يتم من خلال فرض هيكل معين وإنما يُترك لتفاعل قوى السوق.

ويمنح الاتحاد الأولوية لإجراء مراجعة شاملة لقرار الخدمات الاستثمارية باعتباره "دستور" القوانين المنظمة لتجارة الأوراق المالية في أوروبا. ذلك أن استمرار المركز التنافسي الذي تتمتع به الأسواق الأوروبية يتطلب إجراء تنظيم وظيفي للمتعاملين بالسوق، وتحقيق تكافؤ الفرص بين كافة المتعاملين، والتنفيذ الفعال لمبدأ جواز السفر الموحد بالنسبة لكافة شركات الاستثمار ومُصدري الأوراق المالية على حد سواء.

3- اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية

تأسس اتحاد أسواق الأوراق المالية الأورو-آسيوية، ومقره إسطنبول، في عام 1995 بمبادرة من سوق إسطنبول للأوراق المالية. ويتألف كافة الأعضاء الإثني عشر المؤسسين للاتحاد من أسواق ناشئة في أوروبا وآسيا تتفاوت بلدانها من حيث مستويات التنمية الاقتصادية. وعضوية الاتحاد مفتوحة لباقي البورصات من أوروبا وآسيا ولكنها مرهونة بموافقة جمعيته العامة. ويضم الاتحاد حالياً 22 بورصة تمثل أكثر من تسعة آلاف شركة، وتقوم رسملة أسواقه 130 مليار دولار حيث يبلغ متوسط قيمة التعاملات اليومية أكثر من 500 مليون دولار. وتتمثل مهمة الاتحاد في خلق بيئة تتميز بالعدالة والكفاءة والشفافية وبأقل قدر ممكن، إن لم تخلو تماماً، من الحواجز التجارية بين الأعضاء والأقاليم التي يعملون بها. لذلك، فهو يسعى إلى تعزيز التعاون والتواصل بين أعضائه في مجالات مثل توحيد وتنسيق القوانين واللوائح وأنظمة التداول وإجراءات التسوية ومعايير الاكتتاب إلى جانب تبني المبادئ المحاسبية المعترف بها دولياً.

- وتتلخص أهداف الاتحاد فيما يلي:

- تشجيع التعاون بين البورصات الأعضاء والإسهام في الارتقاء بمستوى أدائها.
 - العمل كممثل للبورصات الأعضاء فيما يتعلق بعلاقاتها مع اتحادات وجمعيات البورصات العالمية.
 - الإسهام في زيادة درجة التكامل بين البورصات العاملة في المنطقة وتوفير فرص جديدة للاكتتاب والتداول فيها.
 - ومن المتوقع أن تسهم مواءمة القواعد واللوائح المعمول بها في البورصات الأعضاء وتبني التكنولوجيات الحديثة في إجراءات المتاجرة والتسوية في تحقيق أهداف الاتحاد من خلال دعم وتطوير تلك البورصات وتقديم خدمات التسجيل والتداول عبر الحدود في الأوراق المالية الصادرة ضمن نطاق بلدان الاتحاد
- ### 4- اتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية

تأسس اتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية في جانفي من عام 2000 بمدينة شيتاغونغ من قبل أسواق الأوراق المالية في كل من سريلانكا، وباكستان، ونيبال، والهند، وبنغلاديش، وهو مفتوح لعضوية كافة البورصات من بلدان جنوبي آسيا. وقد جاء في ديباجة إعلان شيتاغونغ أن العولمة قد

أدت إلى زيادة الاعتماد المتبادل بين الدول وأنه قد صاحب ذلك زيادةً أخرى في عدد محافل التعاون الإقليمي سواء التي أنشئت بالفعل أو التي لا تزال في طور الإنشاء. لذلك فإن أسواق الأوراق المالية عبر العالم تعتمد إلى تنسيق مبادراتها وإلى إقامة اتحادات إقليمية على أساس فلسفة التعاون الإقليمي. وتتمثل الأهداف المباشرة لتلك الاتحادات في تعزيز الاتصالات بين البورصات الأعضاء وتوحيد إجراءات عملها. أما الأهداف بعيدة المدى فقد تتضمن التسجيل عبر الحدود. وسيتم وضع ميثاق يتضمن أهداف الاتحاد، ونطاق عمله، وهيكله التنظيمي، والنظام الذي سيتبعه في صنع القرارات. ويهدف إلى:

- تشجيع التعاون بين الأعضاء من أجل النهوض بأسواقهم.
- العمل على توحيد المعايير والإجراءات السليمة في الأسواق الأعضاء ورفع كفاءة المراقبة للتعاملات الدولية في الأوراق المالية.
- تمثيل الأعضاء في المحافل الدولية ذات العلاقة.
- تشجيع التسجيل والتداول عبر الحدود في المنطقة.
- التعاون في مجال تنمية الموارد البشرية ونقل التكنولوجيا.
- تقديم فرص الاستثمار للجميع.
- تهيئة أرضية سليمة لحشد رؤوس الأموال لأصحاب المشاريع.
- إقامة سوق يتميز بالشفافية ويضمن مصالح المستثمرين.
- إقامة نظام تداول آلي بما يضمن سرعة التعاملات وسلامته

المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة

لقد كانت لحركة التحرر المالي التي شهدها العالم سببا في ظهور أسواق أوراق مالية على درجة كبيرة من التطور في الدول النامية أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة وقد كان ظهورها بمثابة المعجزة إذ شدد انتباه المستثمرين واستقطبتهم نحوها نظرا للعائد الكبير الذي تقدمه لهم، باعتبارها مصدر تنويع لمحافظهم، ولقد لعبت هذه الأسواق دور كبيرا في تنمية اقتصادياتها المحلية نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها كما عملت على مواكبة أي تطورا في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية، وقمنا بتقسيم هذا المبحث إلى مطلبين :

- مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة ومراحل تطورها ومحددات نموها؛
- خصائص أسواق المالية الناشئة.

المطلب الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة، مراحل تطورها ومحددات نموها

باعتبار ظهور أسواق الأوراق المالية الناشئة حديثة العهد نحاول البحث من خلال هذا المطلب في النقاط الآتية :

- مفهوم الأسواق الناشئة وتصنيفاتها؛

- مراحل تطور الأسواق الناشئة؛

- محددات نمو الأسواق الناشئة.

1- تعريف الأسواق الناشئة وتصنيفاتها

1-1- تعريف الأسواق الناشئة: يقصد بالأسواق الناشئة Marchés émergents الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها⁷² بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.

وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة بنحو 38 سوقاً على المستوى العالمي، 13 في قارة آسيا، 12 في أمريكا اللاتينية، 07 في إفريقيا، 06 في الشرق الأوسط. وبالرغم أن الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد

اختلافات عديدة تفرق بينها مثل:

- عدد الشركات الجديدة

- القيمة السوقية للأسهم.

- حجم الأموال المتداولة.

وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، مثل حجم القطاع الخاص ودوره، ومدى اشتراك المستثمرين الخارجيين، ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية.

- التعريف الثالث للأسواق الناشئة⁷³

يطلق مصطلح الأسواق الناشئة للأوراق المالية EMERGING STOK MARKETS والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد، فمثلاً تصنف الأسواق كناشئة حسب شركة Stangart and poor إذ توفر فيها الشرطان التاليان على الأقل:

- أن تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.

- أن يكون رأس مال القابل للاستثمار منخفضاً مقارنة بالنواتج المحلي الخام.

⁷²- وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 91.

⁷³- سامية زيطاري، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 44-45.

- لقد كان تعريف S & P للأسواق الناشئة يعتمد إلى غاية 1995 على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات المتوسطة والضعيفة الدخل، حيث تعتبر الاقتصاديات الناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة (الحد) التي يحددها البنك الدولي، لتمييز هذه الدول عن الدول المرتفعة الدخل إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة، فالاعتماد على الدولار كحساب الناتج الخام للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، هذا بالإضافة إلى تحفيز الإحصاءات الخاصة، بالناتج المحلي الخام يلزمها الكثير من الوقت، وبالتالي تنشر متأخرة، لتجاوز هذا الضعف لجأ S & P إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي، حيث يكفي أن يكون الناتج المحلي الخام للفرد خلال إحدى السنوات الثلاثة الأخيرة.

الميزة الثانية للأسواق الناشئة تتمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للناتج المحلي الخام، ويعرف رأسمال السوق القابل للاستثمار برأس مال السوق بعد خصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه فتكون السوق الناشئة إذا كانت لا تنتمي لـ 25% الأولى من الأسواق المضيفة وفق هذا المعيار، وذلك خلال إحدى السنوات الثلاث الماضية، وكما يلاحظ، فإن هذا المعيار الأخير يركز على مدى انفتاح السوق الاستثمارية الأجنبية، فالأسواق التي تضع حدودا للاستثمارات مثل القيود على الاستثمار الأجنبي، مراقبة رأس المال تدخل الحكومة في الشركات المدرجة في السوق والتشريعات تقيد نشاط السوق وبالخصوص الاستثمار الأجنبي، تعتبر عموماً أسواقاً ناشئة.

وفقاً لهذا التعريف نجد أن قاعدة معطيات الأسواق الناشئة توفر مؤشرين للسعر والعائد، المؤشر العام IFCG منذ عام 1981، ومؤشر قابلية للاستثمار IFIC وذلك منذ مارس 1993، إن هذه القاعدة توفر وسيلة جيدة لتقسيم أداء الأسواق الناشئة، وذلك لاعتمادها على بنية معطيات موحدة، بينما كانت الأسواق الناشئة تقوم بحساب مؤشراتهما على أسس تختلف من بلد لآخر وبطرق مختلفة.

إن أهمية تحليل الأسواق الناشئة تركز على عوامل وحركة المؤشرات على مستوى الدولة أو على مستوى المنطقة، وفي هذه الحالة يكون التحليل على مستوى القطاعات الصناعية ووسيلة ضرورية لتقييم اختيار المحافظ على المستوى العالمي، استجابة لهذه الحاجة يوفر S & P منذ 1991 مؤشرات حسب القطاع وحسب الصناعات، وهذا في كل من المؤشر العام ومؤشر القابلية للاستثمار.

إلى جانب الأسواق الناشئة هناك أيضاً ما يعرف بالأسواق الحدودية Frontier markets، وهي أسواق صغيرة نسبياً، وغير سائلة حتى بمقاييس الأسواق الناشئة، وتكون فيها المعلومات عادة أقل وفرة من الأسواق الأخرى، بحسب مؤشر S & P، كما أنها تعتبر أسواقاً غير قابلة للاستثمار ولو أنها قد تكون مفتوحة للأجانب، من بين الدول العربية المنتمية لهذه الأسواق نجد تونس ولبنان.

1-2- تصنيف الأسواق الناشئة: يمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة مجموعات:

- الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً: هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة ماليزيا- المكسيك- كوريا الجنوبية- تايوان- وتايلاندا... الخ تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة.

- معدلات تضخم منخفضة.
 - استقرار نسبي في لأسعار الصرف.
 - أنظمة مالية ومصرفية متطورة.
 - سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات.
 - تبادل هام في سوق الأسهم.
 - استخدام تقنيات متطورة نسبيا في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية
- أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تشبه بأسواق البلدان المتقدمة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب إن تجتازها، لذلك فهي شديدة الحساسية على الظروف الاقتصادية السائدة، لا بل أنها عرضة على وجه دائم لتقلبات حادة في الأسعار، كما أن المشروعات المحلية ليست في معظمها مؤهلة رأسيا لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير (نشر المعلومات المحاسبية والمالية، التقيد بالقواعد المحاسبية) بل يقتصر التسعير أحيانا في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات.
- الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح: الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق هي أسواق الأرجنتين والبرازيل والهند ونيجيريا والفلبين التي تعتبر حسب Intrenational finance corporation سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بنائها وتقنية عملها.
- فعلى الصعيد التقني، يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق قليلة الانتشار، وهذا تحديدا يتعلق باختتام ومقاصة العمليات بتسليم الأوراق المالية، وبنشر المعلومات، وبدرجة استخدام المعلوماتية في التسعير، بالإضافة إلى ما تقدم، فإن هذه البلدان لم تستطع لغاية الآن حل بعض مشاكلها الدورية والهيكلية كالتضخم الحاد والتركز الهام للمداخيل والثروات، وعدم التوازن في المبادلات الخارجية، والتطور غير الكافي للأسواق المالية.
- إذن بالنسبة لتلك البلدان لا يبدو عادة التوجه إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية في غاية السهولة، لكن على الرغم من ذلك فإن هذه الأسواق تسير باتجاه أفضل.
- الأسواق الحديثة النشأة، أو تلك التي تعاني من الركود: ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادها متقدما، وفيما يلي بعض مميزات الأسواق الحديثة النشأة والأسواق الراكدة هي أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفيتي السابق، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا فان النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الأموال الدولية كان محدودا أيضا، هذه الأسواق المالية هي إجمالا في مرحلة نشوء حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس سلبا على حجم العمليات.

2- مراحل تطور الأسواق الناشئة

- إن متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض هذه المراحل⁷⁴
- المرحلة الأولى: تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:
 - قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار.
 - ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.
 - تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، وتمر العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزمبابوي، وفي شرق أوروبا مثل بولندا.
 - المرحلة الثانية: وتتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بـ: ارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي.
 - ولكنه مع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة، وأن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل، ومن بين أسواق الأوراق المالية الناشئة التي دخلت في هذه المرحلة البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.
 - المرحلة الثالثة: وتتميز الأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة ب:
 - تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة.
 - تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح إصداراتها للجمهور طرحا أوليا، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين وإندونيسيا- تركيا- ماليزيا، المجر وتايلاند.
 - المرحلة الرابعة: وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتتميز بما يلي:
 - ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة.
 - يزداد السوق المالي اتساعا.
 - انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى مستويات الدولية التنافسية.
 - تعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة.
 - وتشمل هذه الأسواق هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان.

⁷⁴ - عمر صقر، مرجع سبق ذكره، 2003، ص ص: 107-108.

3-محددات نمو الأسواق المالية الناشئة

لقد ثار جدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية متمثلة أساسا في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة وتباطؤ معدلات نمو اقتصادياتها، وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق. في الحقيقة يمكن إرجاع أسباب النمو في هذه الأسواق إلى توليفة تضم عوامل خارجية، وعوامل داخلية، فمن المؤكد أن انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المتقدمة دفع بالمستثمرين للبحث عن عائد أعلى في الأسواق الصاعدة، ولكن نظرا لأن التدفقات إلى أسواق الدول النامية لم تكن بشكل متساوي، فإن ذلك يعني أن للعوامل الداخلية دورا في نموها.

3-1 العوامل الخارجية :

تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتتمثل هذه العوامل في :⁷⁵

انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الوم أ من 9.8% في أبريل 1989 إلى 2.9% في نوفمبر 1992، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة للمستثمرين في الدول الصناعية المقدمة على الاستثمار في الأسواق الناشئة ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات.

العامل الثاني يتمثل في الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات.

كذلك من بين العوامل الخارجية نجد التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، مثل المادة 144 التي أصدرتها الوم أ والتي كانت تنص على إتاحة المصدرين الأجانب سهولة الوصول وإصدار في أسواق الأوراق المالية في الوم أ، وذلك بتحقيق القيود على إعادة بيع الأوراق المالية المطروحة بشكل خاص، وتبسيط الاتجار في أسهم رأس المال الأجنبي من خلال تقليل وتبسيط إجراءات التسجيل، ومشاكل دفع أرباح الأسهم بالإضافة إلى رفع القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي من قبل ولاية نيويورك من طرف شركات التأمين، مما أدى إلى زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

⁷⁵ - عمر صقر، مرجع سبق ذكره، 2003، ص ص: 113-116.

يمكن إضافة إلى هذه العوامل الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي -مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين- خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيبا متزايدا من الادخار العالمي.

وقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الو. م. أ.، اليابان، ألمانيا، فرنسا، والمملكة المتحدة من حوالي 4.8% من أصولهم في عام 1980 إلى 7.2% من أصولهم عام 1993. وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة.

ويفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في الو. م. أ. الاستثمار في الأوراق المالية لأمريكا الجنوبية، بينما يفضل البريطانيون الأوراق المالية لدول الشرق الأقصى، في حين يفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في اليابان الأوراق المالية لجنوب شرق آسيا.

كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة على تحسين كفاءتهم، وهذا نتيجة الاحتكاك، والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على نقل التكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الأسواق وأصبح المستثمر نتيجة لذلك بإمكانه الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي على تلك الأسواق.

ويعتقد الكثير من المحللين أنه بالإضافة إلى العوامل السالفة إن جانبا كبيرا من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرقي آسيا - خاصة أسواق الأرجنتين، والبرازيل وكولمبيا، والمكسيك وفنزويلا- يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة ويقدر Kuczynski أن هناك حوالي 300 مليون دولار أمريكي من رؤوس الأموال الموجودة في الخارج مملوكة لأشخاص مقيمين في أمريكا اللاتينية. وهذه المبالغ لنا أن نتصور دورها إذا تدفق إلى تلك القارة.⁷⁶

3-2 العوامل الداخلية :

كل العوامل الخارجية لها أهميتها في تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، لكنها ما كانت لتؤدي ذلك الدور لو لم تطبق الإصلاحات الأساسية للاقتصاد الكلي الداخلي، وتحسين الإطار المؤسسي وما نتج عن ذلك من ازدياد الثقة بتلك الأسواق.

يطلق على العوامل الداخلية أيضا مصطلح عوامل الجذب لأنها عوامل تساعد على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر "داخلية" لأنها تخضع لتحكم صانع السياسة في الدول النامية، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:⁷⁷

3-2-1 سياسات الإصلاح الاقتصادي:

⁷⁶ -هالة حلمي السعيد، الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

⁷⁷ -عمر صقر، مرجع سبق ذكره، 2003، ص ص: 117-120.

طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق النقدية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وكذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف، ذلك أن التقلبات التي تحدث في سعر الصرف سوف تؤثر سلبا على تدفقات رأس المال على الدول النامية.

3-2-2 ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:

إن معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلاند، كوريا واندونيسيا من تحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك نجد أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، مثلما حدث في اليابان في الفترة من الستينات إلى الثمانينات. ونظرا للتغيرات التي طرأت في مجال تحرير التجارة الدولية بعد اتفاقية جولة لأورغواي 1993، وما تمخض عنها من زيادة تحرير التجارة الدولية، فإنه من المتوقع أن تحقق عدد من الاقتصاديات الناشئة معدلات نمو أعلى من الدول المتقدمة نظرا لتمتع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي، ولذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية. لهذا يتوقع بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50%

من مكونات أي محفظة استثمارية دولية، عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية وهذا بفضل معدلات النمو التي سجلتها، والتي تتراوح بين 5% و8% سنويا. لهذا أصبحت تلك الأسواق تشكل بيئة جد ملائمة تمكن المستثمرين تحقيق أرباح مؤكدة.

3-2-3 إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية:

إن حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في اقتصاديات الناشئة، ساعد على نمو سريع لأسواق الأوراق المالية بها، إذ قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، مع إدخال صكوك مالية جديدة، وتبسيط إجراءات قيد الشركات وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات.

فمثلا ألغت الحكومة الهندية مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس المال، وسمحت للشركات بتحديد سعر وتوقيت الإصدارات الجديدة، بما في ذلك إصدارات الأسهم في الخارج.

كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الأسواق الناشئة.

بالإضافة إلى حركة إصلاح القطاع المالي ساعد إبتاع هذه الدول برامج تخصيص شركات قطاع الأعمال العام (الخوصصة) ونقل ملكية العديد من وحداته إلى القطاع الخاص على نمو أسواق الأوراق المالية، إذ تشير الإحصائيات إلى أن أكثر من 80 دولة في مختلف أنحاء العالم قامت بخوصصة شركات القطاع العام، حيث في الفترة الممتدة بين 1980-1992 تم خوصصة أكثر من 2000 شركة من شركات القطاع العام، وقد تمكنت أكثر من 450 شركة عاملة في أسواق الأوراق المالية الناشئة من جمع ما يزيد عن 28 مليار دولار من خلال إصدارات الأسهم سنة 1992.

وتساهم عملية الخوصصة في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية، ففي ماليزيا مثلا ساهمت خوصصة شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في سنة 1990 في زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم عن أي وقت مضى.

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة

تختلف خصائص أسواق الأوراق المالية من مجموعة إلى مجموعة أخرى، وذلك حسب التقسيمات لآخر الدراسات التي شملت 38 سوقا من مختلف دول العالم، وقسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقا لتطورها.⁷⁸

- المجموعة الأولى: الأسواق التي لازالت في المراحل الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر وبولندا ومن سماتها.

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم.

- ضآلة القيمة السوقية للأسهم، وتركز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة.

- انخفاض سيولة الأوراق المالية.

- التقلبات الشديدة في الأسعار.

- المجموعة الثانية: مثل بورصات البرازيل، الصين وكولومبيا والهند والمغرب والفلبين والتي تتميز بالخصائص التالية:

- درجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة.

- تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية.

- المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم.

- المجموعة الثالثة: مثل بورصات الأرجنتين وإندونيسيا وتايلاندا وتركيا والتي تتميز بالخصائص التالية:

⁷⁸ - أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، شرم الشيخ، من 6-10 مارس 2005، ص ص: 242-243.

- استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية.
- زيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم.
- ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.
- المجموعة الرابعة: مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة وتايوان والتي تتسم بالخصائص التالية:

- معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية.
- حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية.
- أسواق تنافسية عالمية.

ومن خلال عرض المجموعات الأربعة لأسواق الأوراق المالية الناشئة وخصائص كل منها: يمكن أن نستنتج أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتباين فيما بينها ليس فقط من حيث الحجم وإنما من حيث الأداء والخصائص الهيكلية، فقد تختلف هذه الأسواق على سبيل المثال من حيث عدد الشركات المسجلة وعدد الشركات التي تسجل كل عام، القيمة السوقية للأسهم، إجمالي قيمة الأسهم المتعامل بها ونوع الأوراق التي يتم تداولها، فضلا عن تباين البيئات الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها سوق الأوراق المالية. وعلى الرغم من هذا التباين إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص نذكر منها:

- عدم استقرار الأسعار في هذه الأسواق، إذ تتراوح التقلبات في الأسعار بين 30% و 70% مقارنة ب 15% في أسعار الأوراق المالية الكبرى.
- الارتفاع النسبي في معدلات العوائد السنوية على الأوراق في هذه الأسواق مقارنة بالأسواق المتقدمة، فقد حققت أسواق مثل الصين والفلبين معدل عائد أكثر من 50% سنويا في المتوسط مقارنة ب 15.8% سنويا في السوق المالية الأمريكية.
- ترتفع مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي لا سيما في ظل وجوده معدلات مرتفعة من التضخم المحلي مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملات المحلية. وهناك العديد من الخصائص التي تميز الأسواق الناشئة وهي:

1- **الخطر والمردودية:** الخطر الذي ينجم عن استثمارها، في أصل مالي، يتوضح عادة عبر ال Volatilité أي بالفارق المعياري للمردوديات، الذي يلاحظ خلال فترة معينة، واستنادا إلى النظرية المالية الحديثة، فإن المردودية المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعا كلما أصبح الخطر أكثر شدة.

1-1- الخطر الناجم عن استثمار في أصل مالي: نتيجة ضعف الرسملة وقلة السيولة في الأسواق الناشئة، فإن إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محفظات سنداتهم قد يثير تغيرات حادة في الأسعار، باتجاهي الارتفاع والانخفاض على حد سواء، فهذه الأسواق هي أيضا شديدة الحساسية إزاء بعض العوامل الخارجية، كتطورات أسعار المواد الأولية، أو الأزمات البترولية التي تؤثر على مجمل الاقتصاد، وخير

مثال على هذا ما حدث في فينزويلا إثر اندلاع حرب الخليج الثانية في عام 1991، إذ كان لتقلبات أسعار البترول بالغ الأثر على أسعار البورصة التي ازدادت بمعدل سبعة أضعاف.

كذلك فإن عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي، والشفافية المحدودة للأسواق تشكل عوامل هامة لعدم استقرار الأسعار، مثال هذا الارتفاع الحاد للبورصة الفينزويلية فور الإعلان عن الانقلاب الفاشل على حكم H.Chavez سنة 2002.

إن تقلب أسعار القيم في البورصة هو أداة قياس كمية تجمع بين كافة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسواق الناشئة: الخطر المرتبط بأفاق النمو الاقتصادي، وبناتج المشروعات، الخطر السياسي، خطر الصرف... الخ أما خطر السيولة، فهو مرتبط بضيق السوق الناشئ، فكل خروج لرؤوس الأموال قد تكون له آثار هامة على تطور مؤشر السوق المحلي.

إلى جانب خطر التقلب يوجد خطر آخر، يقتصر حصرا على الأسواق الناشئة، وهو راجع إلى عدم الدقة النسبية في المعلومات، والحماية غير الكافية الموفرة للمستثمرين، وكذلك إلى الشفافية المحدودة في النظام المالي، وأخيرا إلى غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والتسليم، وعنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

1-2- المردودية المرتفعة في الأسواق الناشئة: إن ال Volatilité أو الفارق المعياري للمردوديات الذي يميز الأسواق الناشئة يقابل عادة زيادة في المردودية، هذه الأخيرة تتوضح عبر معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد، وعبر الآفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات.

كما أن مردوديات الأسواق الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة، لا وبل سلبية أحيانا، مع مردوديات الأسواق المتطورة، كذلك فقد أثبتت الدراسات الميدانية أن احتواء محفظة الأوراق المالية العائدة لمستثمرين دوليين على الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الناشئة يقلص من خطر تلك المحفظة ويرفع من مردوديتها، وهذا يعود جزئيا إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق الناشئة بحد ذاتها من جهة وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى.

2- سيولة السوق ودرجة تركزه: إن سيولة وتركز السوق يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها: حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة البورصية والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجما) في تلك الرسملة.

التركز وهو على وجه عام أكثر أهمية في الأسواق الناشئة، إذ ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة، وإذ كانت الشركات العشر الأوائل في الولايات المتحدة الأمريكية لا تمثل سوى 13% من الرسملة الإجمالية في السوق، فإن هذه النسبة ترتفع إلى حوالي 35% في السوق الإندونيسي، وإلى حوالي 80% في السوق الفنزويلي، كما أنها تصل إلى ما يقارب 55% في السوق الأردني، وتجدر الإشارة إلى أنه في إطار بورصات الأسواق الناشئة وبمعدل وسطي مثلت الشركات السبع عشرة الأوائل في النصف الأول من التسعينات حوالي 64% من قيمة مجمل العمليات، و60% من الرسملة

البورصية، إن هذا التركيز الشديد يعكس درجة خطورة مرتفعة فيما يتعلق بالسيولة، كما أن عدم القدرة النسبية على تبادل كتل هامة من ورقة مالية معينة، دون أن يؤثر ذلك بشكل ملحوظ على الأسعار، هو بالتأكيد أحد العوامل الأساسية التي تحد من قدرة الأسواق الناشئة على اجتذاب المستثمرين.

3- تنظيم السوق: تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الأتي:

- استخدام أحدث التقنيات وبرامج المعلوماتية: أي الاستخدام الواسع للمعلوماتية ولكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدامها المعلوماتية حسب درجة تطورها.

- إعلام وحماية المستثمرين: أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات، كما ان المهل قصيرة لمقاصة العمليات وتسليم الأوراق المالية، وهذا ما يجتذب المزيد من المستثمرين.

- التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه: أي تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط المنافسة، والقيام بالضبط المطلوب للقضاء على التزوير وعدم الاستقرار.

4- المنتجات المالية المتداولة: في هذا الصدد يقتضي التمييز بين نوعين من المنتجات المالية المعروضة على المستثمرين في الأسواق الناشئة وهي

4-1- المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة: يجري تداول ثلاث فئات أساسية من الأدوات المالية في الأسواق الناشئة وهي تحديدا:

- الأسهم: إن نسبة تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الأسواق الناشئة المستثمرة بأسهم لازالت تشهد المزيد من الارتفاع منذ أن وضعت حيز التطبيق أكبر برامج الخصخصة وتحرير الأسواق، وكذا معالجة أزمة المديونية، إذ شهدت عام 1994 إصدارات لأسهم جديدة في الأسواق الناشئة بلغ مجموعها قرابة 52 مليار دولار.

- السندات: شهد الاستثمار بالسندات في الأسواق الناشئة نموا كبيرا خلال العقد السابق، خاصة في المكسيك، الهند، تايلاند، كما نشير إلى النجاح الكبير الذي عرفته السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، كون أن هذا المنتج يوفر حماية للمستثمر، بالإضافة إلى عدم مساسه بالاستفادة من فرص فائض القيمة الذي قد يتحقق في المستقبل .

- المنتجات المالية المشتقة: ترتبط مداخل البلدان ذات الأسواق الناشئة في الغالب بعائدات الصادرات من المواد الأولية، لذلك فإن بعض هذه الأسواق كان قد بدأ منذ سنوات عدة بتطوير منتجات مالية مشتقة من اجل إدارة خطر تقلب أسعار السلع المصدرة، في المقابل تعتبر المنتجات المالية المشتقة سواء كانت على معدلات فائدة أو على أسعار صرف أو على مؤشرات أخرى حديثة النشأة في معظم هذه الأسواق (نستثني من هذه الأخيرة بعض الأسواق كتلك التي في ماليزيا أو البرازيل) التي تعد على وجه عام أقل تنظيما من تلك التي توجد في البلدان المتقدمة.

4-2- إصدارات شركات الأسواق الناشئة لمنتجات في الأسواق الخارجية والتسعير في هذه الأسواق لمنتجات صادرة في الأسواق الناشئة.

فيما يلي هذه المنتجات:

- المنتجات المالية من نموذج الأسهم: المقصود بذلك على وجه الخصوص:

الـ"EDR" (European Depositary Receipt)

والـ"GDR" (GLOBAL Depositary Receipt)

والـ"ADR" (AMERICAN Depositary Receipt)

وهي في مجملها أسهم نموذجية مصدرها إلى الأسواق الناشئة، لكنها مسعرة في أسواق أجنبية متطورة، وتعتبر قيم كل من شركة Telefonos De Mexico وشركة (Ypf) أي الشركات البترولية الأرجنتينية من ضمن القيم الأكثر سيولة في بورصة نيويورك.
- المنتجات المالية من نموذج السندات.

شهدت إصدارات المقترضين في الأسواق الناشئة باليورو- سندات المزيد من الانتشار خلال السنوات الأخيرة، وفي عام 1994 قارب مجموع هذه الإصدارات ما قيمته 37 مليار دولار، فهناك السندات المصدرة بالين والموظفة في أسواق مالية غير يابانية، وهناك أيضا السندات المصدرة بغير الدولار الأمريكي والموظفة في الولايات المتحدة الأمريكية التي لاقت الاهتمام الشديد من قبل المستثمرين.
- المنتجات المالية المشتقة: في هذا الإطار يشار إلى تطور أدوات التغطية المتعلقة بالأسواق الناشئة المصدرة والمسعرة في أسواق مالية أخرى، على سبيل المثال كان الخيار على سهم Telefonos De Mexico في عام 1994 من ضمن أحد الخيارات على أسهم الأكثر تسويقا في الـم.أ.

5- بعض الخصائص الأساسية الأخرى للأسواق الناشئة: بالإضافة إلى ما سبق ذكره من خصائص تتميز الأسواق الناشئة بالخصائص التالية أيضا:

- درجة انفتاح السوق: تتميز الأسواق الناشئة بدرجة انفتاح دولي أدنى من تلك التي تعرفها الأسواق المتطورة، وهذا بسبب ميل هذه الأسواق التي فرضت قيود على الأجانب للحد من حيازتهم للأوراق المحلية فالعديد من البلدان فرضت قيودا قصوى على هذه الحيازة ففي الهند يصل هذا السقف إلى 51%، أما في إندونيسيا فقد حدد عند 49%.

- مستوى الادخار الوطني: تعاني غالبية البلدان التي توجد فيها أسواق ناشئة من نقص مستوى ادخارها إذا ما قورن بحاجتها التمويلية، نستثنى منها الأسواق الآسيوية التي تعتبر فيها معدلات الادخار من ضمن المعدلات الأكثر ارتفاعا في العالم، إذ أنه كلما زادت المبالغ المستثمرة بأسهم وسندات في الأسواق الناشئة من قبل المستثمرين المحليين كلما أصبح قلب السوق لا يتأثر أولا يعود إلى تدفقات وسحوبات رؤوس أموال المستثمرين الأجانب، في هذه الحالة يصبح نمو السوق مستمرا، وينجم عنه خلق فرص (فوائض قيمة) للمستثمرين.

- إدارة المشروعات: يلاحظ في الأسواق الناشئة أنها تفرض قيودا على المستثمرين الأجانب للحد من مشاركتهم في إدارة المشروعات المحلية، هذه القيود تتعلق بالنسبة المئوية القصوى لمساهمة المستثمرين الأجانب في رأس المال، وأحيانا يمنع على هؤلاء الاستثمار في بعض القطاعات، و يشار أخيرا إلى أن بعض البلدان تقوم بإصدار أسهم مخصصة لغير المقيمين لا تتمتع بحق التصويت.

- التشريعات الضريبية: من أجل استقطاب المستثمرين الأجانب، وضعت معظم الأسواق الناشئة تشريعات ضريبية أكثر مرونة من تلك التي تطبق في البلدان المتقدمة، هذه التشريعات تتعلق بشكل أساسي بالضريبة المفروضة على فائض القيمة على رأس المال، وبالضريبة على الأسهم الموزعة.

المبحث الثالث: الأزمات المالية

شكل تكرار الأزمات المالية في الدول النامية خلال التسعينات ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، وترجع أسباب ذلك إلى أن أثارها السلبية كانت حادة وخطيرة، هددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول ولاندماجها في المنظمة العالمية للتجارة، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه خلال الفترة 1980-1999 تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية واضطرابات مصرفية حادة، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالمياً، فشملت دول شرق آسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين والمكسيك وبقية دول أمريكا اللاتينية، وزادت حدة الأضرار الناجمة عنها، حيث قدرت خسائر اليابان مثلاً في الأزمة الآسيوية الأخيرة بحوالي 10% من ناتجها المحلي الإجمالي، في حين قدرت خسائر الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 03 %، وأكدت تقارير مختلفة لصندوق النقد الدولي أن أكثر من 50% من تلك الأزمات حدثت في الدول النامية وفي الدول ذات الأسواق الناشئة على الخصوص، مما يؤكد الحاجة إلى تحسين مستوى الرقابة المصرفية في تلك الدول. لذا سوف نحاول في هذا العنصر البحث في العناصر الآتية:

- ماهية الأزمات المالية؛

- عرض بعض الأزمات المالية؛

- أزمات التسعينيات؛

المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية

أضحى مفهوم الأزمة من المفاهيم الواسعة الانتشار في مجتمعاتنا المعاصرة، وأصبح بشكل أو بآخر يمس كل جوانب الحياة ابتداءً من الأزمات الفردية، وانتهاءً بأزمات الدول، وقبل تقديم تعريف الأزمات المالية نبحث في العناصر الآتية:

- الأزمة المالية مفهومها وخصائصها؛

- أسباب الأزمات المالية؛

- الأزمات المالية وأوجه القصور في البورصات؛

1- الأزمة المالية تعريفها وخصائصها

1-1- تعريف الأزمة: يقصد بالأزمة من الناحية الاجتماعية توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة.⁷⁹

كما تعرف الأزمة الاقتصادية⁸⁰ بأنها ظاهرة، وهي بهذا المعنى تعرف بنتائجها، ومن مظاهرها انهيار البورصة، وحوادث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة، وبطالة دائمة مثلاً. هذا النوع من المفهوم يحمل في طياته نقصاً لا يمكن تجاهله، فهو يضيف على تحليل الأزمات ضبابية مصطنعة للأزمة، ولا يرجعها إلى أسبابها المحتملة.

كذلك يمكن اعتبار الأزمة كمفهوم بحث في منظور الماركسي التقليدي، وبسبب التناقضات في طريقة الإنتاج الرأسمالي، إن عمل المخططات المجردة لإعادة الإنتاج الموسع هو بالتأكيد غير ممكن، بعبارة أخرى إن نموا منتظماً لاقتصاديات رأسمالية مصطنعة هو مستبعد أزمة مطروحة فوراً وهي مستمرة. وفي مقال بعنوان "مفهوم أزمة في النظرية الاقتصادية النظام بالوضاء" أكد ج. أتالي J.ATTLI بهذا الصدد أنه "لا يوجد بنظري لا نهاية ولا بداية للأزمة" بالإضافة إلى ذلك تملك الرأسمالية بدائل تبعث على الاعتقاد بنمو متجانس، وعلى التوالي أو بشكل متزامن، إمبريالية، مديونية المنشآت، التضخم، طرح جزء من رأس المال، البطالة كل الوسائل الممكنة التي تنعكس إيجابياً على معدل الربح.

ويمكن تعريف الأزمة وفقاً لطريقة بالنظرية والتجريبية يمكن تعريف الأزمة بالنسبة إلى النمو على أنها انقطاع بالنسبة إلى مجرى التوسع الذي يعطي وحده إذا وجدنا فيه الإشباع، لأنه يقابل الاستخدام الكامل لعناصر الإنتاج، هذا المنظور هو بلا شك الأكثر إيجابية، فهو يتميز بربط الأجل القصير، إطار التقلبات، والأجل الطويل الذي يوجد فيه النمو الاقتصادي، فهو يسمح بتكامل الوقائع الأزمة والنظرية الاستناد هنا لنموذج الهارودي للنمو الاقتصادي هو يصبح عملياً منذ أن يبدأ بحساب معدل النمو المحتمل أو عندما نستند إلى معدل النمو في الماضي.

1-2- خصائص الأزمات: مهما كانت طبيعة الأزمة فإنها تشترك في الخصائص التالية:⁸¹

- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها.
- المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد.
- نقص المعلومات وعدم دقتها.
- إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة ومتصارعة.
- إنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر، مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها.

⁷⁹ السيد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث مخاطر العولمة والارهاب الدولي، مركز القرار للاستشارات، القاهرة، الطبعة الثالثة، 2004، ص: 13.

⁸⁰ دنيا أنولود، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم، المؤسسة الجامعية لدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الأولى، 1992، ص: 11-12.

⁸¹ السيد عليوة، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 115.

- إن تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عال، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها.

- بما أن الأزمة تمثل تهديدا لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فإن مجابتهتها تعد واجبا مصيريا.

- إن مواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية.

- إن مواجهة الأزمات تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.

وأخيراً بعد البحث في مفهوم الأزمة وخصائصها بشكل عام، ننتاول مفهوم الأزمة المالية، ومن المعروف أنها تعبر عن انهيار شامل للنظام المالي بشقيه النقدي والبورصي، فالأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية، ومعدل الصرف،⁸² وبصفة عامة تعكس الأزمة المالية انهيار النظام المالي برمته مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.⁸³

2- أسباب الأزمات المالية

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، وإنما هناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية، ويمكن تلخيص هذه الأسباب فيما يلي:⁸⁴

2-1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري. فعندما تتخفف شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدث بها أزمة مالية، شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة، وشكل انخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه.

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض، بل الأهم

⁸² - E.Barthan, Crisis financières un panorama des explications « un problème Economique » N° 2595, 16 Décembre 1998, P 01.

⁸³ السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية، نظرة معاصرة دار الفكر العربي، القاهرة، 1999 ص: 39.

⁸⁴ ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 29 ماي 2004، ص: 4

من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها ويقدر ما بين 50-67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينيات، كان سببها التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي، والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية، وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية، بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا، وذكرت الدراسة أنه بعد وقوع الأزمات المالية حدث ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

أما في الجانب المحلي، فالتقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصراً حاسماً في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي.

كما أن هناك آثاراً سلبية أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

2-2- اضطرابات القطاع المالي

شكل التوسع في منح الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج، وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا، فلقد شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانينيات والتسعينيات توسعاً كبيراً، تواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد، فلقد عانت تلك الدول من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية.

فمن ناحية، أدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية كما في حالة الأزمة المالية في كوريا الجنوبية، أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري كما حدث في حالة الأزمة المالية في تايلاند، ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية، حصول انتعاش كبير في منح القروض، ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب، بل شملت أيضاً الدول الصناعية مثل فنلندا والنرويج والسويد واليابان والولايات المتحدة.

كما كانت انتكاسة سوق الأوراق المالية هي القاسم المشترك في العديد من الأزمات المصرفية في الدول النامية، وكانت الانتكاسة أكبر في الدول النامية مقارنة بالدول الصناعية خلال حقبة الثمانينيات

والتسعينيات. ودلت دراسة مشكان Mishkin 1994 أنه من بين الدلالات الظاهرة والقوية التي تسبق حدوث الأزمات المالية انهيار سوق الأوراق المالية بصورة متكررة كما يحدث في فنزويلا في بداية التسعينيات.

- بالإضافة إلى عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف إذ يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف، خصوصا من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتا، مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج، وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضا بالنسبة لفترات الاستحقاق.

فقد دلت دراسة هونوهان Honohan 1996 أنه كنتيجة للتقدم التكنولوجي ومعالجة المعلومات والتحسين الكبير في تنظيم القطاع المصرفي، فإن نسبة M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي في عينة من 59 دولة نامية قد زادت من حوالي 25 % إلى أكثر من 35 % خلال الفترة 1980-1993 بدون أن تحدث أية زيادة مقابلة في رأسمال المصارف في تلك الدول. وخير مثال على ظاهرة عدم التلاؤم والمطابقة بين الأصول والخصوم هو الأزمة المالية في المكسيك، حيث لوحظ أنه خلال الفترة التي سبقت حدوث الأزمة 1989-1994 حصل ارتفاع في نسبة عرض النقود M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، وقد صاحب ذلك نقص كبير في الاحتياطي من العملات الأجنبية، مما خلق فجوة بين التزامات المكسيك من الخصوم السائلة والاحتياطي من النقد الأجنبي المقابل لتلك الخصوم، واتسعت تلك الفجوة بشكل متسارع حيث زادت قيمة M2 لتصل إلى خمس مرات أكبر من قيمة احتياطي النقد الأجنبي، مما حدا بالسلطات النقدية إلى تخفيض قيمة العملة، ولقد تكررت نفس هذه المظاهر في كل من حالة البرازيل وتشيلي ولكن بحدّة أقل.

- تحرر مالي غير وقائي: إن التحرير المتسارع، غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، فمثلا عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة، و عموما فإن تجارب الدول النامية دلت على اضطرابات في أسعار الفائدة المحلية بعد انتهاج أسلوب التحرر المالي خصوصا خلال المرحلة الانتقالية.

ويتوافق ذلك أيضا مع التوسع في منح الائتمان، والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية خصوصا في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية. ومن ناحية أخرى، فإن التحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي قد لا يستطيع العاملون في المصارف تقييمها والتعامل معها بحذر ووقاية. كما أن التحرر المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي، مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية لا سيما في أنشطة ائتمانية غير مهيأة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف، وبدون الإعداد والتهيئة الرقابية اللازمة قبل التحرر المالي، فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة، ومن الأزمات المالية التي ساهم التحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر في حدوثها، نذكر الأزمات المالية في البرازيل وتشيلي وإندونيسيا والمكسيك وفنزويلا وبعض الدول الاسكندنافية، وكذلك الولايات المتحدة، فقد ظهرت الدراسات أنه من بين عينة من 25 أزمة مالية كانت 18 منها قد حدثت في

غضون السنوات الخمسة الأولى من عملية التحرر المالي، والتي اتخذت مظاهر مثل ارتفاع أسعار الفائدة المحلية الحقيقية وارتفاع في قيمة المضاعف المالي، وهي جميعها دالة على حدوث الأزمات المالية.

- ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي: تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات، خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية.

2-3- تشوه نظام الحوافز

إن ملاك المصارف والإدارات العليا فيها لا يتأثرون ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصا عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن قدرته، كما حدث مثلا في كوريا وكولومبيا والأرجنتين وسنغافورة وهونج كونج. ومن ناحية أخرى، فقد دلت التجارب العالمية أيضا على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية، وأن عملية تعديل هيكل المصرف، وتدوير المناصب الإدارية لم ينجح في تفادي حدوث الأزمات، أو في الحد من آثارها، لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات، بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة، وفي طريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان، ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة للمصرف لسنوات، وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية، وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.

2-4- سياسات سعر الصرف

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الحل الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي، وحدثت أزمة العملة، مثال حالة المكسيك والأرجنتين، وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من الضغوط تقادم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي.

وفي المقابل، وعند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فورا إلى تخفيض قيمة العملة، وإلى زيادة في الأسعار المحلية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقا مع متطلبات الأمان المصرفي.

3- الأزمات المالية وأوجه القصور في البورصات

يمكن تلخيص أوجه القصور في البورصة وعلاقته بالأزمة المالية في النقاط التالية:⁸⁵

3-1- تسببت الأحداث المتعلقة بالأزمة الآسيوية والأحداث التي تلتها في مواجهة صدمات لدى الأسواق المالية العالمية والمنظمات الدولية وصانعي السياسة والمجتمع الأكاديمي، وقد كانت هذه

⁸⁵- مايكل موسى، مواجهة تحديات العولمة، ملتقى بعنوان العولمة وإدارة الاقتصاديات الوطنية، أبو ظبي، ماي 1999، ص: 70.

ظاهرة شعر الكثيرون بوجود إرجاعها إلى العولمة، وإلى الربط الدولي شبه الآلي للأسواق المالية، وإلى التقلبات المتعلقة بتدفقات رأس المال وعواقبها الناجمة عن انتشار وتسعير المخاطر في الأسواق الناشئة، والتي أعتقد أن هناك الآن اتفاقا واسعا بأن الأزمة الآسيوية لم تكن نتيجة للإدارة الاقتصادية الكلية السيئة أو إخفاق السياسات الكلية، فقد كانت البلدان الآسيوية تتسم بالحذر في تطبيق سياساتها المالية والنقدية، والأمر المدهش هنا هو أنها مرت بأزمات كبيرة، وأن هذه الأزمات المصرفية والمالية انتشرت عبر الحدود وكونت صدمات للاقتصاديات الحقيقية في المنطقة بل وفي للعالم.

3-2- وبعد وقوع هذه الأحداث يمكننا استخلاص عدد من دروس وطرق التعامل معها:

- من المهم زيادة كفاءة النظم المالية المحلية، وعلى وجه الخصوص، تشير التجربة الآسيوية إلى أن القطاعات المصرفية الجيدة التنظيم، السليمة والمرسلة جيدا هي شديدة الأهمية في تجنب الأزمات المالية. ولذلك يجب على البلدان محاولة تكوين سلطات تنظيمية مستقلة يمكنها أن تضع وتنفذ لوائح احترازية للترويج للاستقرار المالي.

- يجب على صانعي السياسة تطوير أسواق محلية للسندات، مما يؤدي إلى وساطة مالية أكثر كفاءة بين الادخار والاستثمار، ويجب أن يكون لدى أسواق المال والدين المحلي خصائص مرغوب فيها من حيث الاتساع والعمق والسيولة، ويجب إعطاء أهمية شديدة لتطوير أسواق حقوق الملكية أي الأسهم بحيث تجنب تدفقات استثمارية وتقلل المخاطر النظامية وغيرها مما ينجم عن التدفقات المالية القائمة على النظام المصرفي المحلي، و الائتمان ذي الأمد القصير.

- تسعير السوق للمخاطر هو أمر شديد الأهمية في تقليل احتمال الأزمات، إن تقديم محافظ القروض المصرفية والأصول معرض إلى المشاكل المتعلقة بعدم تماثل المعلومات أكثر من تسعير السوق للأوراق المالية المتداولة في السوق.

- يجب على صانعي السياسة وعلى السلطات التنظيمية أن تتحكم في مدى تعرض القطاع المصرفي وغير المصرفي، سواء كان عاما أو خاصا، لمخاطر التمويل الخارجي، وعلى وجه الخصوص يميل تعرض التمويل الخارجي قصير الأمد إلى أن يكون أكثر تقلبا وأكثر احتمالا للهروب، كما أن تقلبات هذه الأموال تنتج للزيادة إذا ما ارتفع مفهوم المخاطر، وعلى وجه الخصوص، يجب على الحكومات أن تراقب بشدة، وأن تقيد المساهمة الأجنبية في أسواق السندات الحكومية قصيرة الأمد، وتجنب تركيز التمويل قصير الأجل.

- ضمان توافق سياسات سعر الصرف مع السياسات المالية والاقتصادية الكلية، وأن سعر الصرف الاسمي قابل للاستمرار، وعدم تقييم الصرف الحقيقي بأكثر من قيمته.

- تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر هي أقل تقلبا، وتتضمن تكنولوجيا ومعلومات جديدة، وتميل إلى زيادة القدرة العالمية على التنافس وتحسين توقعات النمو.

ومن الواضح أن الاستثمار الأجنبي المباشر لا يتضمن المخاطر الكاملة في أنماط أخرى من تدفقات رأس المال العالمي، ومع ذلك يجب على البلدان أن لا تستخدم الإعفاءات الضريبية والحوافز المماثلة كأدوات رئيسة لاجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أنها تتسبب في التشوه، وتشجع الاستثمار للفترة المتوقعة للحوافز، والأهم من ذلك هو تمكن المؤسسات من سن قوانين تحمي حقوق الملكية ولا تؤدي إلى التمييز.

المطلب الثاني: عرض بعض الأزمات البورصية

شهدت البورصات العالمية خلال القرن العشرين انهيارات كبيرة تسببت في حدوث أزمات مالية تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها، وسنحاول بشكل عام البحث بصفة عامة حول أشهر وأكبر الأزمات البورصية، وهي على وجه التحديد الأزمات الآتية :

-أزمة 1929؛

-أزمة البورصات 1987؛

-بعض أزمات التسعينات؛

1- أزمة 1929

بدأت أسعار الأوراق المالية لبورصة نيويورك بالازدهار منذ عام 1924، واستمرت بالارتفاع على مدى 05 سنوات إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 24 أكتوبر 1929، وارتفع مؤشر داو جونز ارتفاعا شديدا لم يسبق له مثيل، حيث انتقل المؤشر من 110 نقطة إلى 300 نقطة بنسبة مقدارها 273 %، ومن ثم بدأ بالانحسار الذي أدى إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عملية السوق تقدر بحوالي 200 مليار دولار وإفلاس حوالي 3500 مصرف في يوم واحد.

وقد بلغت الأسعار أقصاها في سبتمبر 1929 بـ 216، ثم بدأ الانخفاض إلى أن وصل 34 دولار في جوان 1932، ولمزيد من التوضيح أكثر أنظر الجدول أدناه:

جدول رقم (08) : تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1926-1938

1938	1937	1936	1935	1934	1933	1932	1931	1930	1929	1928	1927	1926	
100	148	114	81	84	46	54	103	149	193	137	106	102	جانفب
99	154	120	80	88	43	53	110	156	192	135	108	102	فيفري
96	154	124	75	85	42	54	112	167	196	141	109	96	مارس
86	144	124	79	88	49	42	100	171	193	150	110	93	أفريل
86	138	118	86	80	65	38	81	160	193	155	113	93	ماي
92	134	119	88	81	77	34	87	143	191	148	114	97	جوان
106	142	128	92	80	84	36	90	140	203	148	117	100	جويلية
103	144	131	95	77	79	52	89	139	210	153	112	103	أوت
104	124	133	98	76	81	56	76	139	216	162	129	104	سبتمبر
114	105	141	100	76	76	48	65	118	194	166	128	102	أكتوبر
114	96	146	110	80	77	45	68	109	145	179	131	103	نوفمبر
112	95	144	110	80	79	45	54	102	147	178	136	105	ديسمبر

Source: C p Kindleberger, La grande crise mondiale, 1988, p :110.

1-1- أسباب أزمة 1929: يعود انهيار أزمة 1929 إلى جملة من الانحرافات الحاصلة في أسواق رؤوس الأموال نذكر منها:⁸⁶

- نسبة هامش الأمان في البيع النقدي الجزئي، والتي كانت تتصف بالضآلة 10 %، ولأن عددا من المتعاملين لم تتوفر لديهم السيولة المطلوبة للرفع من مساهماتهم، إضافة إلى أن العدد الآخر كان فاقد الثقة في أن السوق ستستعيد توازنها، وبالتالي فإن الكثير قد اتجه إلى تصفية معاملاتهم المرتبطة بالشراء النقدي الجزئي، وذلك ببيع الأوراق محل المعاملة، وهو ما أدى إلى الرفع من عرض الأوراق، ونجم عن ذلك المزيد من التدهور في الأسعار.

- البيع على المكشوف، حيث سارع المضاربون وغيرهم ممن يرغبون في التغطية إلى الزيادة في بيع الأسهم على المكشوف، وذلك ببيع الأسهم التي ليس في ملكيتهم بأسعار محددة سلفا، على أمل شرائها عند انخفاض السعر وتسليمها للمشتري بعد جني الأرباح، ولعل الانتشار الواسع لهذا النوع من البيوع وبصورة فوضوية آنذاك قد ساعد كثيرا في تعميق الأزمة.

- الممارسات غير الأخلاقية: ومن أهم صور الممارسات التي كثر التعامل بها في الصفقات التي كانت تجري على الأوراق المالية طيلة فترة الكساد العظيم.

- البيع الصوري.

- الشراء بعرض الاحتكار.

- استغلال ثقة العملاء.

- اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية.

1-2- خصائص ونتائج أزمة 1929: يمكن تلخيص خصائص أزمة 1929 في النقاط التالية:⁸⁷

- تسببت في زعزعة الاستقرار في النظام الرأسمالي بكامله، وكان لها صفة دورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.

- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا حيث استغرقت أربع سنوات.

- عمق وحدة هذه الأزمة بشكل استثنائي ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33%، كما أفلس منذ بداية عام 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10.000 بنك أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية.

- الانخفاض الكبير من منتجات أسعار الفائدة .

- اختلاف أمن ودرجة حدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير.

⁸⁶- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 74-81.

⁸⁷- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، 2005، ص: 101.

- رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، وفي نفس الوقت تدهورت القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازين المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية.

- نتج عن أزمة الائتمان الدولي طويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا والنمسا. أما عن نتائج أزمة 1929⁸⁸ فقد كان إفلاس الكثير من الشركات، وتفشي البطالة، وانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وتدنّت الأسعار، كما أن حجم الاستثمار قد تقلص بشكل كبير نتيجة لأحجام المقرضين من منح الائتمان لكونهم لم يتمكنوا من تحصيل حقوقهم من المدنيين الذين عجزوا بدورهم عن الوفاء بما عليهم من مستحقات، ومن ثم فإن البنوك قد واجهت صعوبات عدة في استرداد مستحقاتها، وهو الأمر الذي تركها تعجز في مجابهة سحب زبائنها لودائعهم، مما نجم عنه إغلاق العديد من هذه البنوك.

وبتاريخ 1933/03/06 تم غلق كافة البنوك بأمر من الرئيس الأمريكي روزفلت، وبعد أسبوع من ذلك تم السماح للبنوك التي تتمتع بمستوى مقبول من السيولة أن تمارس نشاطها.

2- أزمة البورصات 1987 (أزمة يوم الاثنين الأسود)

1-2 التعريف بأزمة 1987

ارتبطت أزمة عام 1987 بيوم الاثنين الموافق ل 19 أكتوبر من تلك السنة، وذلك على الرغم من أن الهبوط في الأسعار قد حدث بالفعل في فرنسا ونيوزيلندا وإسبانيا عند افتتاح تلك الأسواق في يوم الأربعاء 14 أكتوبر، ثم انتقل إلى الأسواق الأمريكية بعد ذلك بساعات بسبب فروق التوقيت ليستمر الانخفاض في كافة الأسواق حتى نهاية الأسبوع، أي إلى يوم الجمعة 16 أكتوبر، غير أن الانخفاض عند الافتتاح في يوم الاثنين كان كبيراً، حيث بلغ في المتوسط حوالي 22.6% مقارنة بأسعار الإقفال في يوم الجمعة السابق⁸⁹

كما فقد مؤشر داو جونز 508 في ذلك اليوم أي بنسبة 21.6% من مستواه السابق البالغ 22470 نقطة، بينما كان أعلى مستوى له في بداية الأزمة 2722.4، وهبطت أسعار أسهم نيويورك بنسبة 26%، ولقد بلغت الخسائر 800 مليار دولار توزعت بنسب 22%، 17%، 15%، 12% على كل من المراكز المالية الآتية: لندن، طوكيو، فرانكفورت وأمستردام⁹⁰ ومن أبرز الحقائق التي يكشف عنها الجدول الآتي هو الاتجاه النزولي لمؤشرات الأسهم في كافة الأسواق.

⁸⁸- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 174.

⁸⁹- نفس المرجع أعلاه، ص: 587.

⁹⁰- دانييل أرنولد، مرجع سابق، 1992، ص: 78.

جدول رقم (10): نسب التغيير في قيم المؤشرات 22 دولة خلال عام 1987 وخلال أكتوبر من نفس العام.

بالدولار أكتوبر 1987		بالعملة المحلية أكتوبر 1987		البلد
4.7+	44.9-	03.6-	41.8 -	أستراليا
0.7+	5.8-	17.6 -	11.4 -	النمسا
3.1-	18.9-	15.5-	23.2-	بلجيكا
10.4+	22.9-	4.00+	22.5-	كندا
15.5+	7.3-	4.5-	12.5-	الدنمارك
13.9-	19.5-	37.8-	22.9-	فرنسا
22.7-	17.1-	26.8-	22.3-	ألمانيا
11.00-	45.8-	11.3-	45.8-	هونغ كونغ
4.7+	25.4-	12.3-	29.6-	إيرلندا
22.3+	12.9-	32.4-	16.3-	إيطاليا
41.4+	7.7-	8.5+	12.8-	اليابان
11.7+	49.3-	6.9+	39.8-	ماليزيا
5.5	37.6-	0158.9+	35.00-	المكسيك
0.3+	18.1-	18.9-	23.3-	هولندا
23.8-	36.00-	28.7-	29.3-	نيوزيلندا

المصدر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 590

ومن خلال الجدول نلاحظ ما يلي:

- أنه خلال عام 1987 لم يبد أي اتساق في اتجاه التغيير في أسعار السوق، فبعضها كان موجبا والآخر سالبا، أما في شهر أكتوبر الذي حدثت فيه الأزمة فقد أخذت الأسعار في الاتجاه النزولي.
- إنه بمقياس الدولار كان أداء سوق اليابان خلال عام 1987 متميزا، إذ سجل فيه المؤشر ارتفاعا بلغ 41.4%، أما أسوأ أداء فقد كان لسوق نيوزيلندا حيث سجل المؤشر انخفاضا نسبته 23.7%.
- وبالنسبة للمكسيك أظهر المؤشر المحسوب على أساس الدولار لعام 1987 تحسنا ضئيلا 5.5% بالمقارنة مع التحسن المحسوب على أساس العملة المحلية 158.9% ويرجع الفرق لتدهور قيمة العملة المحلية.
- كان التدهور في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر عاما ومع هذا فقد كان الانخفاض بالعملة المحلية والدولار عند حده الأدنى في النمسا والدانمارك واليابان، بينما كان في حده الأقصى في أستراليا وبعض دول آسيا ونقصد بها هونغ كونغ وسنغافورة وماليزيا.

- بترتيب الدول تصاعديا من حيث نسبة الانخفاض في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر يأتي ترتيب الولايات المتحدة الأمريكية الخامس عند حساب قيم المؤشرات بالعملة المحلية، بينما يأتي ترتيبها الحادي عشر عند حساب قيم المؤشرات بالدولار.

2-2- الأسباب الرئيسية لأزمة 1987: ⁹¹ لقد ساد الاعتقاد في أن الأزمة تعود لأسباب تتعلق بكفاءة السوق، والأخرى تتعلق بمتغيرات تنظيمية تربط بالسوق الأمريكية

2-2-1 أسباب تتعلق بكفاءة السوق: ظهرت تفسيرات متناقضة تتعلق بالكفاءة ومن بين تلك التفسيرات ما يقضي بأن ما حدث في أكتوبر لا يخرج عن كونه رد فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين، وتفسير آخر يقضي بأن ما حدث لا يخرج عن كونه رد فعل متأخر لتصحيح أوضاع سابقة، ويشير كل من التفسيرين بإصبع الاتهام إلى عدم كفاءة السوق أو على الأقل إلى ضعف تلك الكفاءة. أما التفسير الثالث، فيقضي بأن ما حدث مجرد انعكاس لمعلومات غير سارة عن حالة الاقتصاد المستقبلية، وإذا ما صح هذا التفسير، فإن ما حدث لا ينبغي أن يوصف بأنه أزمة، بل انه منقذ من أزمة عتيقة كانت على وشك أن تعصف باقتصاديات العالم بأسره، بل وربما كانت أكثر عنفا من أزمة أكتوبر من عام 1929.

وبعبارة أخرى إن ما حدث كان بمثابة ضوء أحمر بحث المهتمون بشؤون الاقتصاد إلى ضرورة البحث عن حلول لمواجهة كارثة محدقة.

2-2-2 أسباب تتعلق بالمتغيرات التنظيمية: من بين الادعاءات التي سادت أثناء أزمة أكتوبر أن أسبابها ترجع إلى سوق العقود المستقبلية والأساليب المستحدثة في الاتجار، فقد ساهمت في تسريع وتيرة وقوع الانهيار، ومن ثم فإن الأزمة كانت ستحدث حتى وإن لم يكن هناك وجود لهذه السوق والأساليب المستحدثة، لكن كانت ستستغرق مدة أطول نسبيا لتكسر الأسعار وصولها إلى المستوى الذي كانت عليه يوم 19 أكتوبر 1987، وكان فرق التسعير بين السوق الحاضرة وسوق العقود يتراوح ما بين 2% إلى 3% في الحالات العادية، وعند حلول الأزمة، فإن فرق الأسعار بين السوقيين وصل ما بين 20% إلى 30%، وهو ما حمل المستثمرين الذين انتابهم شعور بالخوف الكبير والقلق المفرط في التخلص مما بحوزتهم من الأسهم، وهو ما جر سيلا كبيرا من أوامر البيع في السوق الحاضرة مرفوقا بتدهور حاد في الأسعار على النحو الذي لم تتمكن معه أي إستراتيجية للمراقبة من تصحيح الاختلال الحاصل بين العرض والطلب في تحديد سعر متوازن عادل.

2-3 نتائج أزمة أكتوبر 1987 ⁹²

مقارنة مع بدايات أكتوبر 1986، فإن مؤشرات أسعار الأوراق المالية عند بداية أكتوبر 1987 قد توجهت نحو الصعود، حيث سجلت زيادة في كل من اليابان والمملكة المتحدة بما يقارب 48%، وكان بالولايات المتحدة الأمريكية تقدر 43%، بينما سجلت أدنى مستوياتها في كل من فرنسا وألمانيا بحوالي 6% و1% على التوالي. ويتضح أن انهيار الأسعار شهر أكتوبر 1987 كان أشد وأعنف من الأزمة الاقتصادية الكبرى عام 1929، ذلك لأنها تجاوزتها من خسائر الثروات إلى ما يقارب الضعف والجدول التالي يبين ذلك:

جدول رقم (11) خسائر الثروات على اثر انهيار الأسعار البورصات في شهر أكتوبر 1987

⁹¹ - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 593.

⁹² - محمد براق، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 279.

الدولة	خسائر الثروات	رأس المال السوقي 1987/09/30	الدولة	خسائر الثروات	رأس المال السوقي 1987/09/30
الو.م.أ	690	3170.9	تيلاندا	1.7	5.9
اليابان	348.5	2764.1	إيطاليا	19.2	127.1
بريطانيا	2.7	815.9	باجيكا	51.7	50.3
أستراليا	83.8	208.3	السويد	14.2	73.8
كندا	60.1	266	المكسيك	11.7	30.1
ألمانيا الغربية	55.9	2511	سنغفورة	11	26.9
فرنسا	49.4	196.7	النرويج	5.2	17.3
هونغ كونغ	41.8	96.7	نيوزيلاندا	4.6	14.8
سويسرا	37.7	163.4	الدنمارك	2.1	20.6
هولندا	24.7	100.1	فلندا	1.7	19.7
اسبانيا	25.5	88.4			

المصدر: سوق عمان المالي، تقرير 1987 ص: 14.

وبالرغم من أن الاقتصاد العالمي قد استعاد عافيته بحيث لم يتسبب هذا الانهيار في الحد من استهلاك العائلات على النحو الذي يتقلص معه حجم الاستثمار لقلّة الادخار، مما كان يمكن ان يساعد على انتشار البطالة والكساد، وقد تمكنت البورصات بعد ذلك من استعادة أنفاسها من خلال العودة إلى مستويات الأسعار التي كانت قبل الانهيار وذلك بعد أشهر قليلة فقط.

3- بعض أزمات التسعينات:

من بين الأزمات المالية التي شهدتها فترة التسعينيات تم اختيار أزمة المكسيك كحالة من أمريكا اللاتينية وأزمة تايلاند كحالة من آسيا، وفيما يلي عرض لهاتين الأزميتين⁹³

3-1- أزمة المكسيك:

أدت سياسات الإصلاح الاقتصادي التي طبقت خلال الفترة 1988-1993، إلى انخفاض كبير في معدل التضخم وتحسن ملحوظ في الموازنة العامة وميزان المدفوعات، وقد ساهمت سياسة سعر الصرف المتبعة في تلك الفترة بدرجة كبيرة في تخفيض معدل التضخم، فبعد أن تم تثبيت سعر الصرف المتبع في تلك الفترة بدرجة كبيرة في تخفيض معدل التضخم، وبعد أن تم تثبيت سعر صرف

⁹³ - ناجي التوني، مرجع سبق ذكره، 2004، ص ص: 12-15.

البيسو مقابل الدولار بين ديسمبر 1987 و جانفي 1989، تغير تدريجيا نظام سعر الصرف إلى نظام تميز بتحريك البيسو في نطاق محدد من 1% في نوفمبر 1991 إلى 9% في آخر 1993.

- لكن انخفاض القيمة الاسمية للعملة لم يكن كافيا لمنع ارتفاع قيمة البيسو الحقيقية التي ارتفعت بحوالي 35% بين جانفي 1990 وديسمبر 1993 كنتيجة للتحسن الاقتصادي، وفي نفس الوقت، ارتفع العجز في ميزان المدفوعات، وكان مصدره الرئيسي العجز في الميزان الجاري، من حوالي 3.2% من الناتج المحلي الإجمالي في 1990 إلى 6.6% في 1993، ورغم هذا العجز الخارجي المتنامي في الميزان التجاري إلا أن الزيادة في التدفقات الرأسمالية إلى المكسيك أدت إلى ارتفاع كبير في احتياطي النقد الأجنبي الذي وصل إلى 25.4 مليار دولار مع نهاية 1993، ولقد لجأت السلطات النقدية المكسيكية إلى سياسة تعقيم التدفقات الرأسمالية وذلك بإصدار أدون خزانة قصيرة المدى بالبيسو.

استمرت التدفقات الرأسمالية خلال الربع الأول من عام 1994، خصوصا بعد أن وافق الكونجرس الأمريكي في نوفمبر 1993 على اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية "النافتا" ونتيجة لذلك، تقلص الفرق بين أسعار الفائدة على أدون الخزانة المكسيكية وأسعار الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية، وصاحب ذلك توسع في منح الائتمان من قبل القطاع المالي بشكل كبير بين مارس وجوان 1994، من 15.7 إلى 33.5 مليار بيسو، وعوضت الزيادة في الائتمان نسبة كبيرة من الانخفاض في السيولة الناتج عن صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي المكسيكي ففي خلال عام 1994، ارتفع عرض النقود بنسبة 18% بينما ارتفع الائتمان المقدم من القطاع المصرفي للقطاع الخاص بحوالي 32%.

تسببت عدة عوامل، من أهمها الزيادة الكبيرة في الائتمان المحلي والزيادة المطردة في النفقات العامة، وبعض الاضطرابات السياسية وحوادث الشغب، في ظهور ضغوط على البيسو خلال الربع الثاني من 1994، فانخفض الاحتياطي الأجنبي بين مارس وجوان من 26.8 إلى 16.9 مليار دولار ولمواجهة خروج رؤوس الأموال، رفعت السلطات النقدية أسعار الفائدة وسمحت للبيسو أن ينخفض إلى الحد الأقصى المحدد في ذلك الوقت وهو حوالي 9% مقابل الدولار، وخلال النصف الأول من 1994 أيضا، استبدلت السلطات النقدية نسبة كبيرة من أدون الخزانة قصيرة المدى بالعملة المحلية بأخرى بالدولار، حيث وصلت نسبة هذه الأخيرة التي كان يحملها القطاع الخاص إلى 60% من مجموع النوعين في شهر جويلية.

تزامن التدهور المستمر في الحساب الجاري والاضطرابات السياسية التي شهدتها المكسيك في بداية ديسمبر 1994 مع الضغوط المتزايدة على البيسو، مما أدى إلى خروج رؤوس الأموال بأحجام كبيرة، وفي منتصف ديسمبر 1994، انخفض الاحتياطي الأجنبي إلى 10 مليار دولار، وزاد الفرق بين أسعار الفائدة على أدون الخزانة بالعملة المحلية وأسعار الفائدة على أدون الخزانة بالدولار، مما كان يشير بوضوح إلى توقعات انخفاض قيمة البيسو في المستقبل القريب.

في 20 ديسمبر 1994، وسعت السلطات النقدية نطاق تذبذب سعر الصرف إلى 15.3%، وأعلنت نيتها في الدفاع عن البيسو عند 4 بيسو للدولار، لكنها لم تتمكن من الحفاظ على قيمة العملة

عند ذلك المستوى حيث تسببت مخاوف المستثمرين في زيادة الضغوط على سعر الصرف، ويوم 22 ديسمبر 1994، تبنت المكسيك نظام سعر الصرف المرن.

- بين 20 ديسمبر 1994 و 3 جانفي 1995، أي خلال أسبوعين فقد اليبسو حوالي 30% من قيمته، كما ارتفعت أسعار الفائدة لتصل على أدون الخزانة قصيرة المدى بالعملة المحلية إلى معدل سنوي يساوي 45% في الأسبوع الثاني من جانفي 1995

3-2- أزمة تايلاندا:

تم في بداية 1984 ربط العملة المحلية "البات" بسلة من عملات أهم الشركاء التجاريين لتايلاندا، وكان الدولار العملة الرئيسية في هذه السلة، وقد شهدت تايلاندا زيادة ملحوظة في التدفقات الرأسمالية إلى الجهاز المصرفي ابتداء من 1988 استجابة للإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الحكومة خلال تلك الفترة والتحسين في الأداء الاقتصادي الذي نجم عنها، ونظرا معدل التضخم في تايلاندا في بداية التسعينيات كان أعلى من معدل التضخم في اقتصاديات أهم شركائها التجاريين فقد ارتفع سعر الصرف الحقيقي للبات بدرجة كبيرة ونظرا لأهمية الدولار في سلة العملات التي كان يتحدد على أساسها سعر صرف البات، فقد أثرت التقلبات في سعر صرف الدولار مقابل الين والعملات الأوروبية على سعر الصرف الحقيقي "للبات".

أدى ارتفاع الدولار ابتداء من منتصف 1995 إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي " للبات" مما تسبب في تدهور الحساب الجاري وميزان المدفوعات حيث وصل العجز فيه إلى 8% من الناتج المحلي الإجمالي في 1996، ومع نهاية 1996 وبداية 1997، زادت مخاوف العملاء في السوق من تردي الأوضاع الاقتصادية في تايلاندا حيث:

- انخفضت الصادرات بدرجة كبيرة.
- انخفض معدل النمو الحقيقي إلى 6.4% في 1996 من 8.6% في سنة 1995.
- حدث تحول في الميزة النسبية في بعض القطاعات لصالح دول أخرى في جنوب شرق آسيا.
- 46% من صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى تايلاندا بين 1990 و1996 كانت على شكل قروض قصيرة المدى، ولقد تحول التفاؤل الأولي حول الاقتصاد التايلاندي الناتج عن المستوى العالي للاستثمارات إلى مخاوف عندما اتضح أن نسبة كبيرة من هذه الاستثمارات كانت تتميز بالمخاطرة وتتوجه نحو النشاطات ذات الإنتاجية المنخفضة.

بدأ يظهر كذلك ضعف الإطار التنظيمي والرقابي والقانوني للنظام المصرفي، فزادت نسبة القروض وتركزت في القطاع العقاري والاستهلاكي، وقد تجاوز معدل النمو السنوي للائتمان المحلي للقطاع الخاص بين 1993 و1996 بحوالي 20% كما تضاعفت نسبة إجمالي الائتمان إلى

النتائج المحلي، وزادت المخاوف. من تعرض الجهاز المصرفي والمالي لدرجة كبيرة من المخاطرة بسبب الاقتراض قصير المدى بالعملات الأجنبية والاقتراض بالعملة المحلية، ونتج عن هذه الطريقة في الإدارة المصرفية عدم التلاؤم والمطابقة في العمليات المصرفية بالنسبة لفترات الاستحقاق والعملات الأجنبية.

تزايدت ضغوط المضاربة على " البات " مع نهاية 1996، واستمرت هذه الضغوط، التي أدت إلى انخفاض سريع في الاحتياطي الأجنبي، حتى يوم 02 جويلية 1997 عندما أعلنت السلطات النقدية التايوانية عن التحول إلى نظام سعر الصرف المرن، وطلبت مساعدة من صندوق النقد الدولي، وخلال الأشهر التي أعقبت تعويم " البات " ظهر أن المشاكل المالية التي كانت تواجهها المؤسسات المالية أسوأ مما كان متوقعا، وقد تأثرت العملة من هذه الأوضاع، فبين نهاية 1996 وسبتمبر 1997، انخفض " البات " مقابل الدولار بنسبة 42%، وأدى هذا الانخفاض إلى تفاقم أعباء الديون الخارجية لكل من المؤسسات العامة والمؤسسات الخاصة المالية التي اقترضت بدرجة كبيرة من العملات الأجنبية.

بدأ البنك المركزي في تطبيق سياسة نقدية انكماشية متشددة ورفع أسعار الفائدة، ولكن لم يتم ذلك إلا بعد انهيار سعر العملة المحلية، وكان توقيت هذا التوجه في السياسة النقدية غير مناسب، حيث ازداد الوضع المالي للشركات الخاصة المحلية سوءا، كما أدى الانكماش في الائتمان إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي، وارتفاع نسبة الإفلاس بين الشركات الخاصة بالإضافة إلى ارتفاع نسبة القروض المعدومة.

خلاصة الفصل الثالث

شمل التطور الكبير الذي عرفته أكبر الدول الصناعية كل القطاعات من بينها القطاع المالي فظهرت بها أكبر المراكز المالية، وهذا راجع إلى المستوى العالي لاقتصادياتها وكذا مشاركتها الفعالة والواسعة في التجارة الدولية، لذا تعرضنا في هذا الفصل ومن خلال المبحث الأول إلى أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما حيث تعد

أسواق الأوراق المالية الأمريكية أكفأ الأسواق، إذ تعتبر بورصة نيويورك المركز المالي الرئيسي الأول في العالم وهذا راجع للإمكانيات الاقتصادية الهائلة للولايات المتحدة الأمريكية والأحجام الكبيرة لتراكم رأس المال، بالإضافة إلى دور الدولار في النظام النقدي الدولي وعلى جانب بورصة نيويورك توجد البورصة الأمريكية إذ تعتبر شروطها ميسرة مقارنة ببورصة نيويورك فتسمح بذلك للمشاريع الصغيرة بالدخول فيها وما يميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بشكل عام هو حرصها الشديد على مواكبة التطور الحاصل وحركة التجديد المستمرة .

أما في أوروبا فإننا نجد لندن كأهم مركز مالي بها إذ اكتسبت هذه الأهمية منذ بداية القرن 19 حيث خلفت أمستردام ويصل عدد الأوراق المالية المسجلة بها إلى ما يزيد عن 6000 سهم.

لقد كان وراء هذا النجاح الكبير خبرتها الطويلة في المعاملات، كما تلعب دورا فعالا لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين بالإضافة إلى انخفاض الضرائب على الأرباح بها، كما يوجد في أوروبا إلى جانب بورصة لندن كل من بورصتي ألمانيا وفرنسا اللتان تعدان أيضا من أهم البورصات المتقدمة.

كما أدى التطور الاقتصادي الذي عرفته اليابان خلال الفترة 1868 - 1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي لتوفير التمويل اللازم، كما عملت اليابان على تطويرها معتمدا على النموذج الأمريكي، إذ أصبحت تحتل اليوم المركز الثاني بعد مركز نيويورك، وأهم ما يميز بورصة طوكيو هو تدني المخاطر بها وتنوع الأوراق المتداولة فيها كما أنها تشجع تسجيل الأوراق المالية الأجنبية بالإضافة إلى تطور الاتصالات وانتشار الوعي الاستثماري.

بالإضافة إلى أكبر المراكز المالية الدولية هذه يظهر في السنوات الأخيرة الماضية أسواق الأوراق المالية الناشئة وهي أسواق ظهرت في الاقتصاديات النامية، إذ تضافرت عوامل داخلية لمحاولة الإصلاح وعوامل خارجية كتراجع الاقتصاديات المتقدمة على ظهورها، وعرفت مستويات من النمو في فترة قياسية، كما أنها أصبحت مقصد المستثمرين نظرا للعوائد الكبيرة وإمكانية التنوع، إلا أنها ونظرا للتطور السريع الذي عرفته ورغبة منها في الاندماج مع أكبر المراكز المالية الدولية في إطار التحرر المالي جعلها تعرف أعنف الأزمات البورصة لهذا تطرقنا في البحث الأخير من هذا الفصل لهذه الأزمات خاصة مع الموجة الكبيرة لها في الدول النامية خلال فترة التسعينات، إذ أهم ما ميزها هو سرعة انتشارها . كما عرف العالم فيها عدة أزمات وتكرارها يدعو للقلق من جهة وضرورة البحث عن أسبابها بغية تجنبها من جهة أخرى لأنه عادة أثر هذه الأزمات يكون بشكل كبير على الدول النامية، وباعتبار الدول العربية جزء من هذا الاقتصاد النامي وباعتبار تواجد في غالبية الدول العربية أسواق أوراق مالية حديثة النشأة فإن الأمر يتطلب الحيطة والحذر وضرورة بناء هذه الأسواق وتطويرها على أسس رصينة (متينة).

وقصد التعرف أكثر على طبيعة وخصوصية أسواق أوراق المالية العربية ارتأينا التفصيل في مختلف جوانبها في الفصل الموالي.

خلاصة الباب الأول

لقد ركز هذا الباب على الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية، من خلال الفصل الأول من هذا الباب تم تناول الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية من خلال التعرف على موقعها بين مختلف الأسواق الأخرى، و تقديم مفهومها ومختلف أقسامها.

ونظرا للدور الكبير الذي تؤديه تناول الفصل وظائفها وخصائصها، ونظرا لتنوع الأوراق المالية التي تتداول فيها، تم التطرق لهذه الأنواع بإظهار أهم خصائصها ومزاياها، كما أن إقامة سوق الأوراق المالية يقتضي الأمر توفير مناخ استثماري جيد وجذاب، وضرورة تحسين معدلات النمو الاقتصادي، ليس هذا فحسب بل يقتضي الأمر تحسين مستوى الدخل وضرورة تنمية الوعي الادخاري بالإضافة إلى تهيئة البيئة التشريعية الشفافة والمرنة، وتوفير المؤسسات الوسيطة المالية وغير المالية، وضرورة تدعيم نشاط هذا السوق بالتوسع في إنشاء شركات المساهمة.

ومن خلال دراسة الفصل الثاني من هذا الباب، والذي دار حول كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها وأثر عولمتها، لقد كان الاهتمام منصب حول أهمية المعلومة بالنسبة للسوق حتى تكون أكثر وضوحا وتزيد ثقة المستثمر به وتمنحه القدرة على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، فإذا عكست السوق المعلومات الواردة كفاية أمام سوق كفاء، كما تبين من دراسة المؤشرات أنها بارومتر لقياس درجة التطور الاقتصادي فهي تلخص أداء السوق بشكل إجمالي، كما يمكن للمستثمرين من خلالها متابعة أداء المحافظ المالية و أيضا التنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية.

وتختلف المؤشرات من دولة لأخرى ، وهذا باختلاف كيفية حسابها، لهذا نجد في كل دولة مؤشرات الخاصة كما أن في داخل الدولة الواحدة عدة مؤشرات، ولقد زادت أهمية المؤشرات في ظل العولمة و التحرر المالي، إذ يمكن لأي مستثمر في هذا الإطار أن يبيع و يشتري أوراق مالية في أي سوق و في أي دولة و مرجعه في ذلك هو المؤشر، حيث زادت حركة التحرر المالي من التدفقات المالية بين مختلف المراكز المالية خاصة المتقدمة منها، كما شملت بعض الاقتصاديات النامية، حيث ظهرت بها أسواق أوراق مالية متطورة أطلق عليها أسواق الأوراق المالية الناشئة، هذه الأسواق موجودة في اقتصاديات نامية لكن حركة الإصلاح الاقتصادي التي قامت بها، بالإضافة إلى عوامل خارجية كتراجع بعض المراكز المالية المتقدمة و حركة التحرر المالي ساعدت على تطورها ، و لقد قمنا بالتفصيل في هذه الأسواق و أيضا الأسواق الأكثر تقدما في الفصل الثالث من هذا الباب.

من خلال هذا الباب يمكن استخلاص أن إقامة سوق أسواق مالية، يتطلب توفير بيئة ملائمة كما يجب أن يوفر هذا السوق المعلومات الكافية، وأن تعكس مؤشراته أدائه الحقيقي خاصة في ظل العولمة، أين أصبحت رؤوس الأموال تتدفق بحرية وتنتج دائما نحو مواطن العائد الكبير لا تفرق بين سوق متقدم أو سوق ناشئ.

الباب الثاني

واقع أسواق الأوراق المالية

العربية وسبل تفعيلها

الفصل الرابع
واقع أسواق الأوراق المالية
العربية

الباب الثاني: واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها

لقد وجدت أسواق الأوراق المالية العربية منذ زمن بعيد كبورصتي القاهرة والإسكندرية بمصر، إلا أن أغلبها حديثة العهد، وبأخذ المعيار التاريخي نجد بعض أسواق الأوراق المالية العربية يعود تأسيسها إلى فترة الإستعمار كبورصة بيروت، بورصة الدار البيضاء، وأيضاً بورصتي مصر، والبعض الآخر أنشئ في فترة الإستقلال كبورصة عمان، بورصة الجزائر، بورصة الكويت، سوق الأسهم السعودي، سوق البحرين للأوراق المالية.

كما تتباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها و نشاطها و تنظيمها، إلا أن ما يلاحظ في الأونة الأخيرة أن أغلبها يتجه نحو التطوير مما سمح بتحسين أداء البعض منها، خاصة بعد ادراك الدول العربية لأهمية هذه السوق، باعتبارها وسيلة لتعبئة المدخرات، وما يمكن أن تلعبه في تكريس عملية التنمية.

يتوقف نجاح مثل هذه الأسواق بصفة عامة على مدى توفر عوامل عديدة، التي تم الطرق إليها في الفصل الأول من هذه الدراسة بنوع من التفصيل، إلا أنه وللأسف فإن أغلب تلك المقومات غير متوفرة في الدول العربية، و هو ما أبقى أسواق الأوراق المالية بها عاجزة عن أداء الدور المطلوب منها.

في هذا الباب من الدراسة يتم تناول واقع أسواق الأوراق المالية العربية، حيث يتم التطرق في البداية إلى واقع الاقتصاد العربي، الذي يعتبر البيئة التي تتواجد فيها هذه الأسواق، ثم يتم تناول خصوصيات هذه الأخيرة، من حيث الاطار التشريعي و نظام تشغيلها، ليتم الوقوف فيما بعد على أهم المعوقات التي تعترض تطورها ونجاحها، وفي الأخير ويتم عرض سبل تجاوز هذه المعوقات. على هذا الأساس تم تقسيم هذا الباب إلى ثلاثة فصول الموالية:

- واقع أسواق الأوراق المالية العربية؛
- معوقات أسواق الأوراق المالية العربية؛
- تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل لربط بينها.

الفصل الرابع: واقع أسواق الأوراق المالية العربية

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

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

وقد بلغ عدد الأسواق النظامية في الدول العربية 15 سوقا وهي السواق في كل من الأردن، البحرين، تونس، السعودية، عمان، الكويت، لبنان، مصر، المغرب، الجزائر، العراق، قطر، السودان، فلسطين، الإمارات العربية.

وتقوم غالبية الدول العربية بتطبيق برامج شاملة للإصلاح المالي أدت إلى تطورات ملحوظة خلال السنوات القليلة الماضية تجسدت في نمو رسملة هذه الأسواق وحجم التداول فيها في ظل تحديث الأطر القانونية والمؤسسية والإجراءات الإصلاحية التي تم اتخاذها، لكن رغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب لأن الإصلاحات الطبقة لا تكفي بل يقتضي الأمر توفير المناخ الاستثماري الملائم. فالباحث في واقع الاقتصاد العربي يلاحظ التباين بين الدول العربية، الدول النفطية ذات الفائض المالي والدول غير النفطية صاحبة العجز المالي بالإضافة إلى مشكل هروب رؤوس الأموال العربية وتفضيلها الاستثمار خارج الحدود، لذا تم تقسيم هذا الفصل إلى العناصر الآتية:

- واقع الاقتصاديات العربية؛
- الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية؛
- تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية.

المبحث الأول: واقع الاقتصاديات العربية

تقع المنطقة العربية في مجموعها في الحزام الصحراوي الممتد من شمال أفريقيا حتى غرب آسيا، ويحدها من الشمال الشرقي شريط من منطقة البحر المتوسط وتقع البقية ضمن الصحراء الكبرى في الشمال الشرقي شريط من منطقة البحر المتوسط وتقع البقية ضمن الصحراء الكبرى في شمال إفريقيا وشبه الجزيرة العربية، وتبلغ المساحة الكلية لهذه المنطقة حوالي 1.4 مليار هكتار (14.21 مليون كيلومتر مربع)، وهو ما يمثل حوالي 10% من مساحة العام المسكونة، وتعاني المنطقة في مجموعها من ندرة شديدة في المياه باستثناء الدول التي تجري فيها أنهار كبرى مثل النيل، الدجلة والفرات، ويقدر حجم الموارد المائية للوطن العربي بحوالي 1% من الموارد العالمية، وربما تتعرض المنطقة لأكبر كمية من أشعة الشمس، ومن بداية القرن العشرين- وخاصة بعد الحرب العالمية الثانية- اكتشفت في هذه المنطقة كميات ضخمة من النفط والغاز الطبيعي، وهكذا فإن المنطقة - من بين مناطق العلم- تواجه ظروفًا طبيعية بالغة الشدود، ندرة شديدة في المياه مقابل وفرة كبيرة في مصادر الطاقة سواء المستخدم منها (النفط والغاز) أو غير المستغل حاليا (الطاقة الشمسية) وهكذا فإن الثنائي المياه/ الطاقة، بما يتضمن من فقر وثرأ معا يمثل دراما هذه المنطقة على رقعة العالم، كما يعبر عن أزمات وتحديات المنطقة وآمالها في الوقت نفسه، ففقر المياه يهدد وجودها وحياتها ووفرة الطاقة تعطيلها أهمية إستراتيجية كبرى.

أما التوزيع السكاني فإنه يتبع إلى حد كبير نمط توزيع هذه الموارد الطبيعية، فحيث تتوافر المياه أو الطاقة (النفط) تتجمع المراكز السكانية، ونظرا إلى قدم مراكز المياه وحدثة مراكز الطاقة، فإن التجمعات السكانية الكبيرة والقديمة تتركز حول مراكز المياه في واد النيل والهلال الخصيب وشمال إفريقيا، أما مراكز النفط فإن تعرف مراكز قليلة السكان وحديثة أغلبها من الوافدين، وبلغ عدد سكان الوطن العربي حوالي 300 مليون نسمة عام 2003 يمثلون حوالي 4.5-5% من سكان العالم، وبشكل عام فإن المنطقة لا تتمتع بوفرة كبيرة من الموارد الطبيعية الأخرى ويتوقف الناتج الإجمالي للوطن العربي بدرجة كبيرة على سلعة واحدة وهي النفط، وعليه يعرف الاقتصاد العربي في مجموعة فائضا ماليا يتراوح بين 5% و10% يوظف في الخارج، ومع ذلك فإن هذه الصورة الإجمالية تخفي التناقص الشديد بين مجموعتين وهما مجموعة الدول الغير النفطية فالأولى تتمتع بمستوى مرتفع من الدخول وبالتالي ادخار محلي مرتفع، بينما الثانية تواجه عجزا في مواردها المحلية حيث لم تتجح في توفير مدخرات محلية كافية الوفاء باحتياجات الاستثمار المحلي، المر الذي فرض عليها عجزا مزمنًا في موازين مدفوعاتها.

وعليه ولتوضيح أكثر واقع الاقتصاديات العربية في إطارها العام سوف نحاول التعرض إلى

العناصر التالية:

- سمات وخصائص الاقتصاد العربي؛
- موقع الدول العربية في المؤشرات الدولية والاقتصادية؛
- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج.

المطلب الأول: سمات وخصائص الاقتصاد العربي

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

1- طبيعة النظام الاقتصادي المتبع

بالنسبة لنظام الاقتصادي الذي تبعة الدول العربية خانة يختلف من دولة لأخرى، حيث اتبعت بعض الدول المجلس التعاون الخليجي (السعودية، الإمارات العربية، الكويت، البحرين، قطر) النظام الرأسمالي الحر، بينما اتبعت بعض الدول النظام الاشتراكي والذي أعطى للدولة الدور الرئيسي في النشاط الاقتصادي. وقد بدأت معظم الدول العربية الذي اتخذت النهج الاشتراكي كنظام اقتصادي في التحول التدريجي نحو أبواب اقتصاد السوق وإعطاء دور أكبر للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي.⁹⁴

2- برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية

تبني الدول العربية برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية حيث تهدف هذه البرامج بصفة عامة والتي تبنتها معظم الدول العربية إلى علاج الاختلالات الاقتصادية والتغلب على المشاكل الاقتصادية المزمنة التي عانت منها لا معظم الدول العربية، وقد تبنت بعض الدول العربية برامج إصلاح اقتصادي بدون التنسيق مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي مثل دول مجلس التعاون الخليجية.⁹⁵ ومثال على المجموعة الأولى الجزائر، مصر العراق التي انتهجت سياسات حماسية وتبنت استراتيجية اقتصادية أقرب إلى الاستقلال والانتواء على النفس وإعلان بصورة أو بأخرى المنهج الاشتراكي وبالمقابل دفع العالم الرأسمالي بالدول عربية أخرى كالمغرب ودول الخليج والأردن إلى تحقيق معدلات نمو اقتصاد غير مسبوقه وبالتالي درجة اندماج أكثر ومنذ مطلع التسعينات بدأنا نشهد تحولا جذريا للسياسات الحماينية نحو الانفتاح الاقتصادي لصالح القطاع العمومي لمعظم النشاط الاقتصادي لصالح القطاع الخاص وذلك تبني هذه الدولة سياسة بما يعرف ببرامج تثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلية والتوقيع على الكثير من الاتفاقيات التجارية بدأ من جولة الأوغواي وانتهاء بإعلان عن المنظمة العالمية للتجارة كما سعت هذه البلدان بشكل أو بآخر لإمضاء عقود الشراكة خاصة مع الاتحاد الأوروبي وإنشاء مناطق حرة للتبادل التجاري.⁹⁶

3- درجة الانفتاح على الخارج

⁹⁴ عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، أفاق التعاون الاقتصادي العربي في ظل المتغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد الثاني، 2003، ص: 77.

⁹⁵ نفس المرجع أعلاه.

⁹⁶ عبد الرحمن تومي، العولمة الاقتصادية وأثرها على العالم العربي، مجلة الدراسات الاقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والدراسات الأساسية، العدد 03، 2004، ص ص: 81-82.

درجة الانفتاح اقتصاديات الدول العربية على العالم الخارجي فهو مختلف من دولة عربية إلى أخرى، ولكن يمكن القول أن عقد التسعينات من القرن العشرين شهد انفتاحا اقتصاديا عربيا كبير مقارنة بمستوى الانفتاح وفي مقدمتها العولمة الاقتصادية وتبني برامج إصلاح اقتصادي تهدف إلى إزالة العوائق الجمركية في مجال التجارة الخارجية ولقد تأثرت اقتصاديات الدول العربية سلبا وإيجابيا على الانفتاح على العالم الخارجي وقد تمثل الأثر السلبي في تدهور معدل شروط التبادل التجاري في غير صالح الدول العربية وبدل الاتجاه إلى انخفاض الأسعار الحقيقية للنفط في الأسواق العالمية قبل سنة 2004 تأثير اقتصاديات الكثير من الدول العربية بانخفاض أسعار صرف الدولار خلال الفترة الأخيرة ولذلك يمكن القول بأن اقتصاديات الدول العربية تتأثر بدرجة كبيرة بتغيرات الاقتصادية الدولية.

في المجال الصناعي: شهدت اقتصاديات الدول العربية تقدما صناعيا مقارنة بعقدين من الزمان وعلى الرغم من ذلك فإن الاقتصاد العربي مازال يعتمد بدرجة كبيرة على المواد الأولية وخصوصا النفط والإنتاج الزراعي كما صدر هامة لمصادر الدخل القومي، كما أنه على الرغم من التقدم التكنولوجي الهائل إلا أن مدى استفادة اقتصاديات الدول العربية من هذا التقدم يعتبر أقل بكثير من استفادة بعض الدول النامية والدول الصناعية الحديثة.⁹⁷

أما في المجال المالي بدأت معظم البلدان العربية منذ منتصف عقد الثمانينات بانتهاج سياسات التحرر المالي سياسة التحرر المالي في مفهومه الشامل مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة للإلغاء أو تحقيق درجة القيود المفروضة على عملية النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كليا.⁹⁸

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

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

وتهدف سياسات التحرر المالي في البلدان العربية إلى:⁹⁹

- تحقيق فعالية أعلى وكفاءة أكبر لعملة الأسواق المالية بهدف تعبئة المدخرات محلية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل اقتصادياتها وزيادة معدلات الاستثمار فيها وزيادة فرص وصول

⁹⁷ عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 77-78.

⁹⁸ عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 148.

⁹⁹ حيدر نعمة بخيت ونصر حمود مزنان، سياسات التحرر المالي، مجلة الجندول، العدد 25، نوفمبر 2005.

المستثمرين والمقترضين إلى مجالات الاستثمار ومصادر التمويل الدولية الأمر الذي يعمل على زيادة ارتباط المستثمرين والمقترضين المحليين والشركات المحلية بأقرانهم الأجانب وكذلك سهولة دخول شركات والمستثمرين الأجانب في أسواق المالية المحلية.

- زيادة أهمية تجارة الخدمات عامة وتجارة خدمات المالية والمصرفية خاصة ضمن مفاوضات تجارية متعدد الأطراف خلال جولة الأرواوي.

- تعزيز درجة المنافسة في ما بين الأسواق المالية للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية.

4- اعتماد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي للنشاط الاقتصادي¹⁰⁰

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

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

في حين لا يستثنى من هذه القاعدة إلا عدد قليل من الدول العربية التي لها قطاع صناعي معتبر ومتنوع بشكل مقبول، وعدم تنوع المنتجات المصدرة يجعل هذه الاقتصاديات تتأثر بدرجة كبيرة بالصددمات الخارجية وأفضل الأمثلة التي يمكن تقديمها لمعرفة شدة تعرض الأداء الاقتصادي للخطر بسبب تقلبات أسعار خاصة بالدول المعتمدة على تصدير النفط وغيرها من المواد الأولية وكذلك التقلبات الأصلية بسبب الأحوال الجوية ومثاله الدول المتخصصة في إنتاج وتصدير المنتج الفلاحي كالسودان والمغرب ويشكل عام فإن هذه الدول وبسبب اعتماد صادراتها على مادة أولية واحدة أو عدد محدود جدا وكذا اعتمادها الشديد على الواردات وخاصة منها مواد غذائية فإن حصيلة الصادرات دول هذه المنطقة وكذا مدفوعاتها تتميز بتقلبات شديدة نتيجة لتقلبات أسعار الصرف بالأسواق العالمية وهو ما يؤثر بشكل كبير على إيرادات حكومات هذه الدول من جهة وكذا الروابط الموجودة بين سوقي العمل ورأس المال.¹⁰¹

المطلب الثاني: موقع الدول العربية في المؤشرات الاقتصادية الدولية

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

¹⁰⁰ نبيل حساد، الجات ومنظمة التجارة العالمية، أهم التحديات في مواجهة الاقتصاد العربي، دار إيجي، مصر للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1999، ص: 260-262.

¹⁰¹ محمد براق وآخرون، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية حالة الجزائر، مؤتمر الدولي العالمي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2004، ص: 11.

1- وضع الدول العربية في المؤشرات الدولية؛

2- تحليل المؤشرات الاقتصادية لمناخ الاستثمار في الدول العربية.

1- وضع الدول العربية في المؤشرات الدولية

حرص عدد من المؤسسات والمنظمات على تزويد المستثمرين وصانعي القرار بمعلومات رسمية تساعدهم في اتخاذ القرار من خلال تهيئة عدد من المؤشرات التي يمكن أن تساهم في معرفة وضع كل دولة على انفراد وتحديد أهم النقائص التي تعاني منها تلك الدول التي تمنعها من جذب المستثمرين الأجانب فالدولة التي تتخفف فيها نسبة المخاطرة وفق أحد المؤشرات تحضى بموقع متقدم في مؤشر الحرية الاقتصادية والقطر الذي يحرز موقع متقدم في مجال التنمية البشرية يحقق درجة عالية في مؤشر ثروة الأمم الناهضة وهكذا.... الخ.

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

1-1- مؤشر الحرية الاقتصادية: يصدر هذا المؤشر من معهد " هيرتاج" بالتعاون مع صحيفة " وول ستريت جورنال" منذ عام 1995 ويستخدم لقياس درجة التصنيف التي تمارسها الحكومة على الحرية الاقتصادية، وعلى المؤشر على 156 دولة في عام 2001 من بينها 20 دولة عربية، ويستند المؤشر على 10 عوامل تشمل (السياسة التجارية وبخاصة معدل التعريفات الجمركية ووجود الحواجز غير الجمركية، وضع الإدارة المالية لموازنة الدولة وبخاصة الهيكل الضريبي للأفراد والشركات، حجم مساهمة القطاع العام في الاقتصاد، السياسة النقدية وبخاصة مؤشر التضخم، تدفق الاستثمارات الخاصة والاستثمار الأجنبي المباشر، وضع القطاع المصرفي والتمويل، مستوى الإدارية والبيروقراطية، أنشطة السوق السوداء، وتمنح هذه المكونات العشرة أوزاناً متساوية ويحتسب المؤشر بأخذ متوسط هذه المؤشرات الفرعية، وعند تطبيق مؤشر الحرية الاقتصادية في عام 2001 لم تدخل أي دولة عربية في المجموعة الأولى ذات الحرية الاقتصادية شبه الكاملة والتي دخلت فيها 6 دول عربية هي على الترتيب (البحرين، الإمارات، الأردن، الكويت، تونس، سلطنة عمان) ودخلت 8 دول أخرى ضمن مجموعة الدول ذات الحرية الاقتصادية الضعيفة هي على الترتيب (السعودية، المغرب، الجزائر، جيبوتي، موريتانيا، مصر، اليمن) والمتبقي وهو خمس دول دخلت ضمن مجموعة الدول ذات الحرية الاقتصادية المنعدمة وهي على الترتيب (سوريا، ليبيا، العراق، السودان).¹⁰²

وفي عام 2004 غطى المؤشر الحرية الاقتصادية 155 دولة منها 17 دولة عربية وهو العدد نفسه عام 2003.

وفق مؤشر 2004 توزعت الدول العربية الداخلة في المؤشر إلى المجموعات التالية.¹⁰³

¹⁰² فلاح خلف علي الربيعي، أثر السياسات الاقتصادية على مناخ الاستثمار في الدول العربية، مجلة الجندول، العدد 23، جويلية 2005.

¹⁰³ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2004، ص: 103.

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

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

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

1-2- المؤشر الثلاثي المركب لقياس ثروة الأسهم للاقتصاديات الناهضة: ¹⁰⁴ تصدر مؤسسة الشؤون المالية التي أسستها مجموعة صحيفة العالم الأمريكية وولد المؤشر الثلاثي المركب لقياس ثروة الأسهم للاقتصاديات الناهضة منذ عام 1996 وبشكل نصف سنوي، ويغطي المؤشر 41 دولة من الاقتصاديات الناهضة منها 4 دول عربية.

- يستند المؤشر المركب إلى ثلاث مؤشرات الاقتصادية.

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

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

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

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

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

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

1-3- مؤشر التنافسية العالمية: ¹⁰⁵ يصدر المؤتمر الاقتصادي الدولي في دافوس تقرير التنافسية العالمي الذي يتضمن مؤشر التنافسية منذ عام 1979 لقياس قدرة الدول على النمو والمنافسة اقتصاديا مع الدول الأخرى لتحقيق التنمية المستدامة وزيادة الكفاءة الإنتاجية باستخدام أحدث التقنيات وتحسين مناخ الأعمال، ويلاحظ أن مؤشر التنافسية ينقسم إلى مؤشر " جاري" ومؤشر " النمو" وهو يعكس توقعات أداء الدولة في المستقبل (5 سنوات) ويدخل في المؤشر حاليا 75 دولة منها دولتان عربيتان ومن جهة أخرى يصدر المنتدى مؤشر استدامة الحفاظ على البيئة (يغطي 122 دولة) ومؤشر الجاهزية للعصر الرقمي (يغطي 75 دولة) وإضافة إلى تقرير التنافسية الحالية، ويستند مؤشر التنافسية المستقبلية ومؤشر التنافسية الحالية،

¹⁰⁴ فلاح خلف علي الربيعي، مرجع سبق ذكره، 2005.

¹⁰⁵ نفس المرجع أعلاه.

ويستند مؤشر التنافسية إلى متوسط 8 عوامل هي (درجة الانفتاح دور الحكومة، وضع العمالة، وضع المؤسسات) ويمنح المؤشر أوزانا متساوية، ويعتمد على إجراء مسوحات رأي تشمل حوالي 3000 من رجال الأعمال والمستثمرين في 53 قصرا، ووفق مؤشر التنافسية الجاري لسنة 2001 الذي يضم 75 دولة تدخل في مؤشر التنافسية (الجاري والنمو المستقبلي) دولتان عربيتان فقط هما الأردن ومصر، ووفقا لمؤشر التنافسية الجاري لعام 2001 تراجع ترتيب مصر من 39 إلى 44، أما في تقرير التنافسية الإقليمي الخاص بإفريقيا والذي صدر للمرة الأولى في عام 2000، ويشمل 24 دولة أفريقية فقد دخلت 3 دول عربية وجاء ضمنها تونس في المرتبة الأولى بينما جاء ترتيب المغرب خامسا ومصر سادسا.

1-4- مؤشر التنمية البشرية:¹⁰⁶ يصدر برنامج الأمم المتحدة الإنمائي تقرير التنمية البشرية سنويا منذ 1990 يتضمن مؤشر التنمية البشرية الذي يرتب 162 دولة في إطار ثلاث مجموعات تعكس مؤشرات التنمية البشرية (مرتفع- متوسط-ضعيف) وقد تطورت منهجية حساب هذا المؤشر وخاصة لجهة احتساب معدل الدخل الفردي، وأضيفت إليه مؤشر المساندة تشمل معيار تمكين النوع الاجتماعي الذي يحتسب مؤشرات التنمية البشرية معدلا أساسه لأغراض قياس مدى مشاركة المرأة في الحياة السياسية والاقتصادية، كما وضع مؤشر الفقر للدول النامية، ومؤشر للدول المتقدمة لجذب الانتباه مباشرة إلى مدى حرمان والفقر داخل القطر، ويتم احتساب المؤشر المركب للتنمية البشرية على أساس ثلاث مكونات:

- طول العمر (يقاس بمتوسط العمر المتوقع عند الولادة ويتراوح في حده الأدنى والأقصى ما بين 25 سنة-85 سنة)
- المعرفة (يقاس بمعدل محو الأمية يقاس بمعدل محو الأمية بين البالغين ونسب الالتحاق في المراحل التعليمية المختلفة ويتراوح ما بين 0% و100%).
- مستوى المعيشة (يقاس بمعدل دخل الفرد للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ويتراوح ما بين 100 دولار و40000 دولار)، ويتكون دليل المؤشر من ثلاث مستويات هي:
- تنمية بشرية عالية (80% فأكثر).
- تنمية بشرية متوسطة (من 50% إلى 70%).
- تنمية بشرية منخفضة من 50%)

وتمنح هذه المؤشرات أوزانا متساوية، وسجل معدل مؤشرا التنمية البشرية معدله لعام 1995 الذي بلغ 0.55، بينما مازال منخفضا عن معدل مؤشر التنمية البشرية العالمي البالغ 0.712 لعام 2000. ووفق مؤشر التنمية لعام 2001 تتوزع الدول العربية كالتالي:

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

¹⁰⁶ فلاح خلف علي الربيعي، مرجع سبق ذكره، 2005.

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

1-5- المؤشر المركب للمخاطر القطرية: يصدر عن مجموعة (بي، ار، اس) شهريا الدليل الدولي للمخاطر القطرية منذ عام 1980، ويتضمن الدليل المؤشر المركب للمخاطر القطرية لغرض قياس المخاطر المتعلقة بالاستثمار أو بالتعامل مع القطر وقدرته على مقابلة التزاماته المالية وسدادها كما يصدر مؤشر مركب مستقبلي باستخدام النهج ذاته لاحتساب المخاطر القطرية ويستند إلى أساس متوسط ثلاثة سيناريوهات تغطي حالات الوضع المتدهور، والوضع المعقول والوضع الأفضل، ويدخل في المؤشر 140 دولة منها 18 دولة عربية.

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

الجدول رقم (12): مؤشر تقويم المخاطر السياسية (الحد الأقصى: 100 نقطة)

النقاط	المكون
12	درجة استقرار الحكومة
12	الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية
12	خريطة الاستثمار
12	وجود نزاعات داخلية
12	وجود نزاعات خارجية
6	الفساد
6	دور الجيش في السياسة
6	دور الدين في السياسة
6	سيادة القانون والنظم
6	الاضطرابات العرقية
6	مصادقية الممارسات الديمقراطية
4	نوعية البيروقراطية

المصدر: فلاح خلف علي الربيعي، مرجع سبق ذكره، جويلية 2005.

الجدول رقم(13): مؤشر تقويم المخاطر المالية(الحد الأقصى 50 نقطة)

النقاط	المكون
10	نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي
10	نسبة خدمة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات

15	نسبة ميزان الحساب الجاري إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات
5	عدد الأشهر من الواردات التي تغطيها احتياطات الدولة
10	استقرار سعر الصرف

المصدر فلاح خلف علي الربيعي، مرجع سبق ذكره، جويلية 2005.

الجدول رقم (14): مؤشر تقويم المخاطر الاقتصادية (الحد الأقصى 50 نقطة)

النقاط	المكون
5	معدل دخل الفرد
10	معدل النمو الاقتصادي الحقيقي
10	معدل التضخم
15	نسبة عجز/ فائض الميزانية الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي
10	نسبة وضع ميزان الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي

المصدر نفس المرجع أعلاه

ويشير لدليل المؤشر إلى أن الدرجات (من 0 إلى 49.5 نقطة) تمثل درجة المخاطرة المرتفعة جدا والدرجات (من 50 إلى 59.5 نقطة) تمثل درجة المخاطرة المرتفعة، ومن (60 إلى 69.5) تمثل درجة المخاطرة المعتدلة، ومن (70 إلى 79.07) تمثل درجة مخاطرة منخفضة، والدرجات من 80 إلى 100 نقطة تمثل درجة مخاطرة منخفضة جدا، وهذا يعني أنه كلما ارتفع المؤشر المركب قلت درجة المخاطرة. أما وضع الدول العربية، فوفقا للمؤشر المركب للمخاطرة القطرية لشهر سبتمبر من سنة 2001 تم تصنيف 18 دولة عربية كالتالي:

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

- ثلاثة دول عربية في درجة مخاطر معتدلة هي: مصر، اليمن، الجزائر
- دولتان عربيتان في درجة مخاطرة مرتفعة هي: السودان، لبنان
- دولتان عربيتان في درجة مخاطرة مرتفعة جدا هي: العراق، الصومال.

2- تحليل المؤشرات الاقتصادية لمناخ الاستثمار في الدول العربية

بناء على ما تقدم ومن تحليل المؤشرات الدولية المؤشرات الدولية لمشار إليها أعلاه يمكن القول "أن مناخ الاستثمار تشتمل على مجموعة من القوانين والسياسات والمؤسسات والخصائص الهيكلية المحلية والاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي توفر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوصية استثماراته إلى بلد دون آخر وتؤدي العوامل الاقتصادية دور محوريا في

تكوين المناخ الاستثماري ومن أهم تلك العوامل القوانين الاستثمارية ومدى استقرارها والسياسات الاقتصادية الكلية والأهمية النسبية للقطاعين العام والخاص في النظام الاقتصادي ومدى توفر عناصر الإنتاج وأسعارها النسبية وجم السوق المحلي والقدرة التصديرية.

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

2-1- النمو الاقتصادي: غالبا ما يستخدم هذا المؤشر لدلالة على مستويات التطور الاقتصادي من جهة ثانية، وبما ينطوي عليه ذلك من إمكانيات على تحقيق تقدم مستمر تقدم مستمر في مستوى الإنتاج والإنتاجية كما يعد مؤشر النمو الاقتصادي أحد أهم المؤشرات النمو الاقتصادي أحد أهم المؤشرات التي يستخدمونها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثماري.¹⁰⁷

حافظت الدول العربية على معدل نمو حقيقي مرتفع لنتائج المحلي الإجمالي العربي تجاوز 5% عام 2004 إذ شهد العالم معدل نمو بلغ بالمتوسط (ثمانية عشرة دولة عربية توافرت عنها البيانات من مصادر قطرية دولية) حوالي 5.2 مقترنة بمعدل نمو في الدول العربية عام 2004 أفضل نسبيا من المعدل العالمي 5.1% فأفضل شكل ملحوظ من معدل النمو في مجموعة الدول المتقدمة 3.4% ولكن أضعف من المعدل في مجموعة الدول الاقتصادية الناهضة والنامية 7.2% وفيما يلي معدل النمو الاقتصادي للدول العربية.

جدول رقم (15): معدل النمو الحقيقي لنتائج المحلي للإجمالي (%) للدول العربية.

القطر	2003	2004
الأردن	4	7.5
الإمارات	1.098	7.3
البحرين	5.7	5.5
تونس	5.6	5.8
الجزائر	6.8	5.2

¹⁰⁷ فلاح خلف علي الربيعي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص ص: 7-8.

3	3.5	جيبوتي
5.3	7.5	السعودية
6.00	7.2	السودان
3.4	2.6	سوريا
-	-	الصومال
-	-	العراق
2.5	1.9	سلطنة عمان
-	-	فلسطين
9.9	5.8	قطر
7.2	9.7	الكويت
5.00	3.00	لبنان
4.74	3.7	ليبيا
4.1	3.1	مصر
3.5	5.2	المغرب
5.2	6.6	موريطانيا
4.6	4.2	اليمن
5.2	5.3	الدول العربية
7.2	6.4	مجموع دول اقتصاديات الناهضة والنامية
3.4	2	مجموعة الدول المتقدمة
5.1	4.00	العالم

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 164

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنه خلال عام 2004 شهدت تسعة (09) دولة عربية معدلات نمو تجاوزت 5% شهدت تسعة (09) أخرى معدلات النمو أكثر. حيث، في القطر ب 9.9 %، الأردن 7.2، السودان 6% تونس 5.8، الإمارات 7.3%، الكويت 7.2%، البحرين 5.5%، السعودية 5.3%، الجزائر 5.2%.

2-2- فائض أو عجز الميزانية (التوازن الداخلي)¹⁰⁸

يشكل التوازن الداخلي مقاسا بوضع فائض أو عجز الميزانية العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال عام 2004 تحسنا إذ حافظت ثمانية دول عربية من أصل 17 دولة عربية توافرت عنها البيانات من مصادر قطرية ودولية توافرت عنها البيانات من مصادر قطرية ودولية) على فائض في الموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي شهدت خمسة دول عربية منها ارتفاع نسبة الفائض على الترتيب.

قطر، السعودية، البحرين، سلطنة عمان وليبيا بينما شهدت ثلاثة دول عربية تراجع في نسبة فائض الميزانية العامة من الناتج المحلي الإجمالي وهي على الترتيب الإمارات، تونس، الكويت.

¹⁰⁸ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 26.

ومن جهة أخرى انخفض عجز الموازنة في خمس دول عربية وهي لبنان، اليمن، الأردن، المغرب ومصر بينما تحول عجز الميزانية إلى فائض في جيبوتي كما ارتفع نسبة العجز الميزانية في كل من سوريا والجزائر وتحول الفائض الميزانية العامة إلى عجز في السودان.

والجدول أدناه يوضح كلما سبق ذكره

جدول رقم(16): مؤشر سياسة فائض أو عجز الميزانية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

القطر	2003	2004
الأردن	2.53	1.57
الإمارات	4.18	2.7
البحرين	2.3	6.6
تونس	3.18	2.56
الجزائر	3.53	4.66
جيبوتي	2.3	0.8
السعودية	4.52	11.49
السودان	0.5	1.50
سوريا	3.1	4.3
الصومال	-	-
العراق	-	-
سلطنة عمان	1.7	4.9
فلسطين	-	-
قطر	5.6	14.8
الكويت	24.4	23.7
لبنان	14.5	11.6
ليبيا	0.56	2.79
مصر	2.38	2.33
المغرب	3.7	3.1
موريطانيا	-	-
اليمن	3.1	4.17

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 165.

2-3- مؤشر سياسة التوازن الخارجي: عادة ما يتم اللجوء إلى استخدام نسبة العجز الخارجي كمؤشر يعبر عن سياسة التوازن الخارجي ويقاس هذا المؤشر باستخدام نسبة العجز أو الفائض في الحساب الجاري في ميزان المدفوعات إلى الناتج المحلي الإجمالي والذي لا يعكس المعاملات الخارجية في الميزان التجاري لصادرات والواردات فحسب بل يعكس أيضا حصيلة موقف ميزان الخدمات والذي تشتمل على التحويلات والفوائد والأرباح والتوزيعات وتعد هذه النسبة أحد أهم وتعد هذه المسببة أحد مؤشرات الاستقرار الاقتصادي الكلي واتجاهها نحو الانخفاض يشير إلى نجاح السياسات في تحقيق هدف الاستقرار الاقتصادي.

بالنسبة للدول العربية تمكنت تسعة منها من الاستمرار من تحقيق فائض في الحساب الجاري (من أصل ثمانية عشرة دولة عربية توافرت عنها البيانات من مصادر قطرية ودولية) وارتفعت نسبة الفائض في سبعة دول عربية هي قطر، ليبيا، السعودية للكويت، سلطنة عمان، الإمارات ومصر، بينما تخفض الفائض في دولتين عربيتين هما تونس واليمن.

وشهدت دولتان عربيتان تحول من العجز إلى الفائض وهما البحرين والمغرب وقد سجل عجز الحساب الجاري انخفاض في السودان بينما سجلت كل من الأردن وسوريا تحول من الفائض إلى العجز، كما ارتفع العجز في لبنان، موريطانيا وجيبوتي.
والجدول أدناه يوضح ما سبق ذكره.

جدول رقم (17): مؤشر سياسة التوازن الخارجي

القطر	2003	2004
الأردن	9.68	1.26
الإمارات	8.52	12.53
البحرين	0.0	8.1
تونس	3.00	2.1
الجزائر	13.08	11.4
جيبوتي	8.8	10.07
السعودية	13.19	20.77
السودان	22.32	16.43
سوريا	3.5	0.4
الصومال	-	--
العراق	--	--
سلطنة عمان	6.6	11.00
فلسطين	-	-
قطر	29.00	42.00
الكويت	12.10	17.5
لبنان	13.6	16.1
مصر	2.8	4.86
المغرب	3.6	1.2
موريطانيا	9.6	21.6
اليمن	2.95	9.48
ليبيا	14.64	27.58

المصدر: مؤسسة العربية لضمان الاستثمار تقرير، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 166

2-4- مؤشر السياسة النقدية: عادة ما يتم للجوء إلى استخدام معدل التضخم لمؤشر يعبر عن السياسة النقدية ويمكن ترجمته كأحد مؤشرات التوازن الداخلي في مقابلة تامة لعجز في الموازنة العامة ومعدل النمو في الكتلة النقدية ويؤدي الارتفاع في معدل التضخم إلى إفساد المناخ الاستثماري من خلال تدني الثقة بالعملة الوطنية وما يتبع ذلك من تأثيرات مباشرة على سياسات التسعير وتكاليف الإنتاج ورأس المال.

كما ينظر إليه الأحيان باعتباره مؤشر لدرجة الاستقرار السياسي خصوصا في الأقطار التي تعاني من معدلات مرتفعة من التضخم الأمر الذي سيساعد على انتشار ظاهرة الدولار

Dollarisation حيث تحل العملة الأجنبية وتحيد الدولار محل العملة الوطنية كوسيط المبادلة ومخزن للقيمة وسينعكس ذلك بشكل لارتفاع معدلات هروب المدخرات المحلية إلى الخارج كما يؤدي التضخم إلى تسوية النمط الاستثماري حيث يتوجه المستثمر إلى الأنشطة ذات الأجل القصير، أو المضاربة في العقارات أو المعادن النفيسة وينعقد عن الاستثمارات المنتجة التي تتطلب آفاقا بعيدة المدى.

وقد سجل معدل التضخم في الدول العربية ارتفاعا ببلوغه 14.5 عام 2004 مقارنة ب 2.7% عام 2003 لثمانية عشرة 18 دولة عربية توافرت عنها البيانات من مصادر قطر الدولية بوجه عام شهدت 15 دولة عربية ارتفاعا في معدل التضخم وهي الأردن الإمارات، البحرين، تونس، الجزائر، جيبوتي، السودان، سوريا، سلطنة عمان، قطر لبنان، مصر، المغرب، موريتانيا اليمن بينما شهدت دولتان عربيتان انخفاضا في معدل التضخم هما السعودية والكويت.

بينما شهدت ثلاث دول عربية معدلات تضخم تجاوزت 10% هي اليمن، مصر موريتانيا واستمر التراجع السالب في معدل التضخم إلى ارتفاع في سلطنة عمان والجدول أدناه يوضح بالتفصيل هذه التغيرات.

جدول رقم (18): مؤشر السياسة النقدية (التضخم).

2004	2003	القطر
3.4	2.3	الأردن
4.67	3.12	الإمارات
4.9	1.6	البحرين
3.6	2.7	تونس
3.56	2.59	الجزائر
3	2	جيبوتي
0.2	0.6	السعودية

8.6	7.7	السودان
3.5	1.1	سوريا
-	-	الصومال
--	--	العراق
0.4	0.3-	سلطنة عمان
-	-	فلسطين
7.5	2.3	قطر
1.2	1.4	الكويت
3	1.3	لبنان
2.2-	2.1 -	ليبيا
11.1	4	مصر
2	1.5	المغرب
10.4	5.5	موريطانيا
12.5	10.8	اليمن
4.52	2.7	الدول العربية
5.7	6	مجموعة الدول الاقتصادية الناهضة
2	1.8	مجموعة الدول المتقدمة

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سبق ذكره، 2004، ص 167

2-5- أسعار الصرف: شهدت معظم أسعار صرف العملات المحلية لدول العربية استقرار مقابل الدولار الأمريكي وهو الأمر الذي يعتبر عاملا إيجابيا لتعزيز مناخ الاستثمار في الدول العربية وشهد عدد من العملات الدول العربية تراوح طفيفا مقابل الدولار بنسبة تقل عن 2% في كل من تونس، جيبوتي، ليبيا، اليمن.

والجدول التالي بنسب تطورات الأسعار الصرف في الدول العربية.

جدول رقم (19): أسعار صرف في الدول العربية لعامي 2003-2004.

الدولة	العملة	سعر الصرف عدد وحدات العملة المحلية مقابل واحد دولار	
		2004	2003
الأردن	دينار	0.709	0.709
الإمارات	درهم	3.6725	3.6725

377	377	دينار	البحرين
1.30	1.28	دينار	تونس
72.50	77.37	دينار	الجزائر
177	175	فرنك	جيبوتي
3.75	3.75	ريال	السعودية
257.8	261	دينار	السودان
52	46	ليرة	سوريا
-	-	شلن	الصومال
-	-	دينار	العراق
0.385	0.385	ريال	سلطنة عمان
3.64	3.64	ريال	قطر
0.298	0.304	دينار	الكويت
1514	1514	ليرة	لبنان
1.306	1.29	دينار	ليبيا
6.19	6.03	جنيه	مصر
8.866	9.0573	درهم	المغرب
265	275	أوقى	موريتانيا
184.787	183.45	ريال	اليمن

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 168.

المطلب الثالث: الاقتصاديات العربية والدروس المستفادة من الأزمات المالية في الأسواق الناشئة¹⁰⁹

إن تحديد توجه الاقتصاديات العربية في الألفية الثالثة لابد أن يأخذ في الاعتبار على الأقل ثلاث معطيات رئيسية من شأنها أن تساعد الدول العربية على زيادة حصانيتها ضد عدوى الأزمات المالية التي تعرضت لها الكثير من الأسواق الناشئة في هذا العقد، كما أن الانتباه إلى مثل هذه المعطيات من شأنه أن يعزز مساعي الإصلاح، ويطور اقتصاديات الوطن العربي بالشكل الذي يسمح لنا بتحقيق معدلات نمو اقتصادي أفضل، ويقوي من قدراتنا على المنافسة والاستفادة من الفرص التي يتيحها لنا التعامل مع اقتصاديات العالم والانفتاح على الاقتصاد العالمي.

ضمن هذا الإطار ينبغي:

- أولاً: محاولة الاستفادة من دروس الأزمات المالية التي مرت بها الأسواق الناشئة خلال عقد التسعينات.

¹⁰⁹ جاسم المناعي، الاقتصاديات العربية على أعقاب الألفية الثالثة بين دروس الأزمات وتحديات الإصلاحات القادمة، صندوق النقد العربي، 12-14 ماي 2001، ص ص: 1-5.

- ثانيا: ينبغي التوقف قليلا عند أزمة أسعار النفط الأخيرة، وما تركته من آثار على الاقتصاديات العربية، وذلك للنظر في الإصلاحات المطلوبة لمواجهة احتمال تكرار مثل هذه الأزمات في المستقبل.

- ثالثا: التطرق إلى طبيعة الإصلاحات المطلوبة في المرحلة القادمة للاقتصاديات العربية مع الإشارة إلى جهود صندوق النقد العربي في دعم مساعي دولنا في تنفيذ الجيل الجديد من الإصلاحات المالية والاقتصادية.

و فيما يلي الدروس المستفادة من أزمات الأسواق الناشئة

لا يمكن للدول العربية وهي بصدد مواصلة سياسات الإصلاح الاقتصادي أن تغفل أهمية الاستفادة من دروس الأزمات التي تعرضت لها بعض الدول النامية، إن الأزمات التي تعرضت لها الأسواق الناشئة في هذا العقد وإن تشابهت نتائجها المتمثلة في زعزعة ثقة المستثمرين، تدهور أسعار الصرف، هروب رؤوس الموال، تردي أوضاع المؤسسات المالية والاقتصادية... الخ، إلا أن طبيعة هذه الأزمات اختلفت من منطقة إلى أخرى، فقد رأينا أن بعضها يرجع إلى اختلال في سياسات القطاع العام، بينما نتج بعضها الآخر في الأساس عن ممارسات القطاع الخاص، ففي الوقت الذي تمثلت أزمة المكسيك في شكل اختلال الموازين الخارجية وارتفاع كبير في قيمة العملة نتيجة لارتباطها بسعر صرف ثابت مع الدولار، بالإضافة إلى هشاشة النظام المالي هي نفس العوارض تقريبا التي عرفناها خلال أزمة دول جنوب شرق آسيا، نجد أن الأزمة الروسية وأزمة البرازيل في المقابل تتشابه في كونها ترجع إلى تفاقم عجز الموازنة وعدم قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها نظرا لارتفاع أعباء المديونية.

وإذا حاولنا استخلاص أهم دروس هذه الأزمات بالرغم من اختلاف طبيعتها من دولة إلى أخرى، نجد أن مسببات هذه الأوضاع تبدو متمثلة في جوانب ضعف محددة ينبغي للدول العربية تجنبها أو على الأقل إعطاؤها الاهتمام اللازم ضمن برامجها الإصلاحية.

الحرص على سلامة السياسات الاقتصادية خاصة على صعيد مالية الحكومة، لحفاظ على معدلات معقولة في مستويات التضخم والمديونية، قد كانت تجارب كل من البرازيل وروسيا في هذا الشأن واضحة، حيث انعدم التوازن في إدارة مالية الحكومة، وحدث عجزا كبيرا في الميزانية، وعدم وجود نظام ضريبي كفاء من شأنه توفير الإيرادات المطلوبة قد أخل كثيرا بقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها، وشاعت الفوضى وعدم الثقة في النظام الاقتصادي والمالي السائد، هذا ينطبق إلى حد ما على حالة البرازيل التي كان عجز مالية الحكومة السبب الرئيسي في هلع المستثمرين، بالإضافة إلى التشكيك في قدرة الحكومة على تحمل أعباء المديونية التي وصلت إلى مستويات غير محتملة، وحسبما يبدو فإن بعض دولنا العربية لم تستعد من هذه الدروس، فما زلنا

نرى أن بعض هذه الدول يعاني من اختلالات كبيرة في مالية الحكومة، كما أنها تترشح تحت أعباء كبيرة من المديونية المحلية والخارجية، لذلك نأمل أن تكون سلامة السياسات الاقتصادية وضرورة الحفاظ على التوازنات الكلية من أهم خطوات الإصلاح التي ينبغي لدولنا التأكيد على ترسيخها في مساعيها الجادة نحو الإصلاح والتنمية.

التأكد من ملائمة نظام الصرف المتبع، إن الأزمات المالية التي عرفناها وبالذات في دول جنوب شرق آسيا ودول أمريكا اللاتينية تشير إلى أن نظام سعر الصرف الثابت لم يوفر المرونة الكافية للتجاوب مع حركة رؤوس الموال المتزايدة، وإذا كان قد شكل في بعض الحالات ضماناً مريحة للمضاربين على العملة، فإن هذا لا يعني أن جميع الدول ينبغي أن تتحول إلى نظام سعر الصرف المعوم، حيث أن بعض الدول ذات الاقتصاديات الصغيرة قد يكون نظام سعر الصرف الثابت أنسب لها من غيره، المقصود من الإشارة إلى هذا الموضوع هو أنه في حالة بعض الاقتصاديات ونتيجة لتزايد تعاملها مع الخارج قد تجد في نظام سعر الصرف المعوم أكثر مرونة، وهذا الموضوع لا يعني بالضرورة التحول فوراً من نظام إلى آخر، بقدر ما هو دعوة للتفكير والمراجعة على ضوء ارتباط هذا الجانب ببعض المشاكل التي عانت منها بعض الدول التي مرت بأزمات مالية مؤخرًا، والهدف من التفكير ومراجعة هذا الأمر هو ألا يكون بالضرورة نظام سعر الصرف هدفاً في حد ذاته، وألا يشكل عقيدة جامدة لا يمكن التحلل منها.

الدرس الثالث والمرتبط في كثير من الأحيان بما تم ذكره حول نظام سعر الصرف الثابت، وضرورة الانتباه إلى تجنب الاقتراض المتهور من الخارج، وخاصة في شكل قروض قصيرة الأجل في حالة أزمات دول جنوب شرق آسيا، وإلى حد ما أزمة المكسيك، حيث كان للاقتراض قصير الأجل من الخارج دوراً أساسياً في تفاقم الأوضاع الاقتصادية، ينبغي لدولنا العربية الاستفادة من هذا الدرس حيث أن الأوضاع في بعض الدول العربية تعري بالاتجاه إلى الاقتراض من الخارج في محاولة للاستفادة من الفرق الذي يكون في بعض الحالات كبيراً بين سعر الاقتراض المحلي، الأمر الذي يستدعي من السلطات المعنية التصدي لمثل هذه الممارسات تجنباً لعواقب سبق لبعض الدول النامية أن عانت منها، والتي نأمل بأن تكون تجاربها في هذا الشأن عبرة حاضرة.

من الدروس الأخرى التي ينبغي لدولنا العربية الالتفات لها، هي ضرورة تقوية القطاع المالي والمصرفي، حيث أثبتت أزمات الأسواق الناشئة أن ضعف القطاع المالي والمصرفي كان من أهم أسباب الأزمات التي تعرضت لها تلك الدول، لذا إذا أرادت الدول العربية النجاح في عملية الانفتاح والتكامل مع الأسواق المالية فمن الضرورة أن تكون قطاعاتها المالية وممارساتها المصرفية مهيأة لهذا الوضع، فبقدر ما تكون هذه القطاعات متطورة ومتقدمة بقدر ما يتيح ذلك

للدول العربية الحصانة والمناعة المطلوبة ضد حدوث أزمات مالية محتملة، وسوف أذكر فيما بعد بشكل أكثر تحديدا طبيعة الإصلاحات المطلوبة في القطاع المالي والمصرفي إلا أنه يجب أن تؤكد بهذه المناسبة أن إصلاح وتطوير القطاع المالي والمصرفي يمثل حجر الزاوية بالنسبة للإصلاحات الاقتصادية بشكل عام، يكفي أن أذكر أن نجاح تحرير حساب رأس المال يتوقف كثيرا على مدى تطور القطاع المالي والمصرفي في البلد المعني، إن سياسة التعاقب والتدرج في سياسة الإصلاح مطلوبة لكنه لا يجب أن تكون مبررا للتأخر في إدخال الإصلاحات الضرورية في أقرب فرصة ممكنة.

من الدروس الأخرى الهامة التي تستطيع الدول العربية الاستفادة منها على ضوء الأزمات المالية للدول الناشئة هي الحاجة إلى المزيد من الشفافية والإفصاح، وتجنب تضارب المصالح، بالإضافة إلى ضرورة الارتقاء بالممارسات المحاسبية المتبعة وإجراءات التدقيق والرقابة الاحترازية، إن مثل هذه الأمور لا تزال تشكل جوانب ضعف في بعض الاقتصاديات العربية، وإن تأكد دور هذه الأمور فيما تعرضت له بعض الدول النامية من أزمات، فلا بد وأن تتيقظ الدول العربية أكثر تجاه هذه المسائل، وتحرص في نفس الوقت على معالجة مواطن الخلل الخاصة بهذه الجوانب بشكل من شأنه تعزيز مصداقية الاقتصاديات العربية، ومساعدة السلطات المعنية على التعرف في وقت مبكر على بؤابر الأزمات والتحرك لمعالجتها في الوقت المناسب.

المبحث الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية

يوجد في أغلب الدول العربية أسواق الأوراق المالية، ولقد أدركت الدول العربية أهمية هذه السوق، إلا أنها تتباين من سوق لآخر، من حيث درجة التنظيم والتطور ولقد وردت عدة تقسيمات نتيجة لهذا التباين وتم تقسيمها إلى ثلاثة مجموعات، فالمجموعة الأولى تشمل الأسواق المتطورة على المستوى العربي، والمجموعة الثانية تشمل الأسواق التي هي في إطار الإصلاح والمجموعة الثالثة تضم الأسواق التي هي بصدد الإنشاء، وسيتم تجسيد هذه المجموعات من خلال ثلاثة مطالب هي :

- بورصات دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية؛

- بورصات دول العجز المالي والحرية الاقتصادية؛

- بورصات القائمة والبورصات التي هي بصدد الإنشاء وتكوين في الدول التي أعطت القطاع

العام الدور الأساسي في التنمية.

المطلب الأول: بورصات دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية.

سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى أسواق الأوراق المالية العربية الموجودة في الاقتصاديات

الحرّة، والتي تتمتع بفوائض مالية، سوف نأخذ عينة من هذه الأسواق وهي :

- السوق السعودي للأوراق المالية؛
- سوق البحرين للأوراق المالية؛
- سوق الكويت للأوراق المالية؛
- سوق الإمارات العربية.

1- السوق السعودي للأوراق المالية

شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً، كما تؤكد مؤسسة النقد العربي السعودي ويعتبر نظام الشركات الصادر 1965 وتعديلاته هو المصدر الوحيد الذي ينظم إصدارات الأوراق المالية المصدرة محلياً على المواطنين السعوديين باستثناء الشركات المشتركة مع مواطنين من دول الخليج أما السوق الثانوية فهي تخضع للقواعد التنفيذية التي صدرت 1983 والتي كان بموجبها يتم تنظيم عملية التداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية.

1-1 المراحل التي مر بها سوق الأسهم السعودي

لقد مر السوق المالي السعودي بثلاث مراحل⁽¹⁾:

المرحلة الأولى: البداية 1954- أوائل الثمانينات

- بلغ عدد الشركات المساهمة خلال فترة 1954-1975م أربعة عشرة شركة برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال.
- حتى نهاية السبعينيات الميلادية كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة.
- مع زيادة موارد الدولة في منتصف السبعينيات ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة.
- ارتفاع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية.
- كان انهيار سوق المناخ الكويتي بالاضافة إلى نمو المفرط سبباً في تفكير الجدي لوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.

المرحلة الثانية التنظيم (أوائل الثمانينات-2003)

- وأهم خصائص هذه المرحلة نذكر منها:
- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983م
- صدر عام 1983م مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على السوق الأسهم وعليه فقد تشكل هيكل سوق المالية السعودية أي البورصة.
- في عام 1984م أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميماً يوضح أسلوب تداول الأسهم ومن أهم ما صدر:

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

- تشكيل لجنة للإشراف على تداول الأسهم من ثلاث جهات حكومية هي المالية، التجارة ومؤسسة النقد
- إدارة الرقابة على الأسهم في مؤسسة النقد العربي السعودي وتقوم بالتحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والإشراف على كافة عمليات تداول الأسهم.
- إعطاء مهمة الإشراف اليومية إلى قسم خاص ينشأ في مؤسسة النقد.
- قصر نشاط الوساطة على البنوك التجارية وشركة الراجحي المصرفية.
- لا تتم نقل ملكية الأسهم إلا بعد دفع القيمة الكاملة.
- بدأ في عام 1990 م العمل بنظام آلي لتداول أول نظام الكتروني متكامل في العالم.

- حدث نظام التداول في أكتوبر 2001م بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول"
المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية (2003-2005)

- تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 المؤرخ في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء.
- يدير الهيئة مجلس مكون من خمسة أعضاء متفرعين يتم تعيينهم بأمر ملكي وذلك كل خمس سنوات ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط.
- باشر المجلس أعماله منذ تشكيله في 13 جمادى الأولى 1425 هـ الموافق لـ جويلية 2004م.
- وتتمثل مهام هيئة السوق المالية السعودية:

- تنظيم المشاركين ووسطاء مستثمرين ومصدري أوراق مالية.
- تكوين الجهاز التنظيمي لإدارة ومتابعة السوق المالية .
- تنظيم وطرح وإدراج وتداول الأوراق المالية.
- وضع آليات المتابعة وتقاضي والتنفيذ.

1-2 الشروط ومتطلبات الإدراج

أما فيما يتعلق بالشروط ومتطلبات الإدراج:

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودي.
- فيما يخص الأسهم النقدية التي تكتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين.
- أن تقدم الشركة طلباً للإدراج مرفقاً بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.

2- سوق البحرين للأوراق المالية

- استطاعت دولة البحرين بحكم موقعها الاستراتيجي الذي مكنها أن تلعب دوراً حيويًا في تجارة ترانزيت Transit وإعادة تصدير البضائع المستوردة إلى دول الإقليم الخليجي العربي أن تشكل مركز جذب للشركات والبنوك الأجنبية التي سعت إلى افتتاح فروع لها في دولة البحرين بغرض تمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير وذلك منذ بداية القرن العشرين.

2-1 نشأة وتطور سوق البحرين للأوراق المالية

ويعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956م بشأن إنشاء أول بنك وطني وهو بنك البحرين الوطني والذي بدأ نشاطه في 1957م وتابعه إنشاء وتأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية وصناعية في البلاد خلال عقدي الستينيات والسبعينيات وبأعداد متزايدة مع بداية عقد الثمانينيات الذي شهد أيضا نشوء سوق غير رسمي " سوق اللؤلؤة" لبيع وشراء أسهم الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوق للأوراق المالية يوفر الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين كما عجز أن تعكس من خلال أسعار الأسهم المتداولة فيه القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة وذلك لافتقاده للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق أوراق المالية. كما أن التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC وإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق للأوراق المالية في البحرين جاءت نتائج إيجابية مشجعة لإقامة مثل هذه السوق نظرا لما تتميز به البحرين من موقع استراتيجي وبحكم كونها مركز ماليا، إقليميا ودوليا.

وبناء على ذلك صدر المرسوم بقانون رقم 04 لسنة 1987 م والخاص بإنشاء وتنظيم سوق المالية كما صدرت اللائحة الداخلية لسوق بالقرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988 م وبذلك تم إرسال القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول وتسويات والمعلومات التي على ضوءها تم بدأ التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989 م⁽¹⁾

2-2 إدارة سوق البحرين للأوراق المالية⁽²⁾

يقوم بإدارة سوق البحرين للأوراق المالية مجلس إدارة برئاسة وزير التجارة والزراعة ويتم تشكيل إدارة السوق على النحو التالي:

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائب لرئيس.

- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد.

- عضو يمثل مؤسسة النقد البحرين

- ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة البحرينية من ذوي الخبرة والكفاءة.

- عضوان من البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس.

ويقوم المجلس بوضع السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق والقواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية وتحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين في السوق والنظر في طلبات قيد الوسطاء وصانعي السوق وإدراج أسهم الشركات.

2-3 الإطار التشريعي والمؤسسي

⁽¹⁾ رمضان علي شراح، مستقبل الأسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86، 2001، ص: 21.

⁽²⁾ خليل حسن خليل، دور رؤوس الأموال الأجنبية في تنمية الاقتصاديات المتخلفة مع دراسة خاصة بإقليم مصر، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، مصر، ص: 51.

يتضمن الإطار التشريعي الذي يحكم عمل سوق البحرين لأوراق المالية بشكل أساسي قانون واللائحة الداخلية لسوق وتتناول المواد 24 من قانون السوق وبشكل عام إنشاء السوق وأهدافه وكذلك إدارة وكيفية تشكيل مجلس إدارته بالإضافة إلى تصنيف الشركات المدرجة لدى السوق وأنواع العضوية والأوراق التالية المتداولة فيه.

وتقوم سوق البحرين للأوراق المالية بوظيفتين أساسيتين تمثلان البعد الحقيقي لأهميته في تنظيم قطاع الأوراق المالية وتمثل أولهما في دور اللجنة العليا للأوراق المالية، حيث يقوم من خلالها بالإشراف على السوق المالية في البحرين والعمل على تطوير أطرها التشريعية والفنية. أما الثانية تتمثل في قيام سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق الإجراءات الإدارية والفنية وكذلك تقديم كافة التسهيلات التي تكفل سلامة وعدالة تداول في السوق.

2-4 الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة

أما فيما يخص شروط ومتطلبات الإدراج يمكن تلخيصها من خلال المادة رقم 39 التي تبرز الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة وذلك على أن:

- تكون شركة مساهمة.

- يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مدققتين.

- لا يقل رأس المال الشركة المدفوع عن 500000 دينار أو ما يعادلها بالعملة الأخرى وأن لا تقل الأسهم المدفوعة بنسبة 50% على الأقل.

- تكون الشركة قد حققت أرباحاً في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ الطلب للإدراج وكذلك تقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة تقدمها لمصلحة البورصة وأن تكون حققت أرباحاً.
- تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.

3- سوق الكويت للأوراق المالية

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

3-1 الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية⁽¹⁾: يتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطه وفقا لأحكام المرسوم المؤرخ 1403/05/11 هـ الموافق لـ 18/04/1983، إذ يتمتع هذا السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها وحتى التقاضي. ويقصد بالأوراق المالية في تطبيق أحكام نفس المرسوم أسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى كويتية وغير كويتية مرخص بتداولها من لجنة السوق.

وتبين اللائحة الداخلية للسوق القواعد والأحكام التي تنظم قيد وقبول هذه الأوراق حيث تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور من تاريخ العمل بهذا المرسوم بقرار من وزير المالية والاقتصاد بناء على اقتراح لجنة السوق، والى أن تصدر هذه اللائحة يتولى وزير المالية والاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيه وتبين هذه اللائحة الداخلية بوجه خاص سلطات كل من رئيس لجنة السوق ومدير السوق ونظام انعقاد لجنة السوق وإجراءات العمل بها والأغلبية اللازمة لصحة انعقادها وإصدار قراراتها.

3-2 إدارة السوق

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

- مدير السوق ويكون نائبا للرئيس ومتفرغا للعمل
 - عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
 - عضو بمثل بنك الكويت المركزي.
 - اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.
 - أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
- ويصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافأتهم، ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد، وتحدد مكافأته وجميع حقوق المالية بقرار من مجلس الوزراء.
- وتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة عما يلي:
- وضع القواعد التشغيلية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.
 - اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقا لأحكام اللائحة الداخلية.
 - النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.

(1) قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالمهنة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، إتحاد المصاريف العربية تاريخ الاطلاع 21 جانفي 2006 www.uabarab.laws.org

- وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.

- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات. كما يقدم رئيس هذه اللجنة إلى مجلس الوزراء تقديراً مفصلاً كل ثلاثة أشهر عن أعمال السوق وأوضاع المستثمرين يتضمن ما تحقق من أداء في ضوء السياسة العامة للدولة على المدى الطويل.

3-3 عضوية السوق: تشمل عضوية السوق:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام

- الشركات المساهمة الكويتية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها.

- وسطاء الوراق المالية لدى السوق وتحدد اللائحة الداخلية إجراءات قيد الوسطاء ومعاونتهم وتنظيم أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم.

يلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم الاشتراك السنوي طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

3-4 لجنة التحكيم: تنشأ داخل السوق لجنة تحكيم تشكل بقرار من لجنة السوق برئاسة أحد رجال القضاء يختاره مجلس القضاء الأعلى، وتكون مهمتها الفصل في جميع المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق، ويعتبر التعامل في السوق إقراراً بقبول التحكيم، ويثبت ذلك في أوراق هذه المعاملات، وتكون القرارات الصادر عن اللجنة ملزمة لطرفي النزاع ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات التي تتبع لرفع النزاع والفصل فيه.

3-5 لجنة التأديب: يكون للسوق لجنة تأديب تتولى الفصل فيما ينسب للوسطاء والشركات المتعامل في أوراقها في السوق من مخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، وكذلك المخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق والقواعد والأصول المتعلقة بمزاولة المهنة.

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

- التنبيه و - الإنذار.

- مصادرة أي كفالة تقررها اللائحة الداخلية.

- إيقاف التعامل بالنسبة للشركات أو وقف العمل بالنسبة للوسطاء لمدة لا تزيد عن أربع أشهر.

- شطب العضوية.

- ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات الواجب إتباعها أمامها وكيفية إصدار قراراتها وإعلانها لذوي الشأن في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول اسمها في السوق.

- أن تلتزم الشركة بما جاء في اتفاقية الإدراج شركات مساهمة وكذا إصدار ميزانيتها نصف السنوية.

أما فيما يخص في إجراءات مقاصة والتسوية تتم في السوق عملية المقاصة والتسويات والتي

تسمح للمستثمرين بتسوية حساباتهم خلال يومي عمل في أيام التداول T+2 إذ يجب على المستثمرين

أن يسددوا قيمتها وبجب على البائعين أن يسلموا شهادات أو بطاقة الأسهم خلال هذه الفترة.

4- سوق الإمارات العربية:

سيتم التطرق لسوق الإمارات من خلال:

4-1 إنشاء السوق وإدارته:⁽¹⁾ تنشئ الدولة أسواقاً لتداول الأوراق المالية والسلع، وتكون كل سوق على شكل مؤسسة عامة محلية ترخص من الهيئة، ويشترط الربط الإلكتروني المتبادل للأسواق على مستوى الدولة. ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيله بقرار من السلطة المحلية المختصة، على ألا يكون من بين أعضائه عضواً في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة، أو أن يكون وسيطاً مالياً، ويخضع أعضاء مجلس إدارة السوق للأحكام القانونية.

ويلتزم مدير عام السوق، ونائبه، وكل عضو من أعضاء السوق بالتصريح خطياً لدى هيئة الأوراق المالية والسلع^(*)

ويمارس مجلس إدارة السوق الاختصاصات الآتية:

- تعيين مدير عام السوق ونائبه.

- وضع الهيكل التنظيمي وملحقاته، والنظام الداخلي، وكافة اللوائح والتعليمات الإدارية.

- المتابعة اليومية لعمليات تداول الأوراق المالية والسلع بما يضمن العدالة بين المتعاملين.

- رفع التقارير والبيانات إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، وإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.

4-2 الوسطاء: يقتصر التعامل في الأوراق المالية المدرجة في السوق على الوسطاء المرخص لهم، كما يتعين عليهم وممثلهم مراعاة ما يلي:

- الالتزام بأحكام القانون والنظم الصادرة، وكذا جميع القرارات والتعليمات ذات الصلة بالسوق.

- الامتناع عن القيام بكل ما من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق، أو أعضائه أو المتعاملين فيه، أو المساهمة أو الترتيب لأية معاملة صورية لا تؤدي إلى انتقال حقيقي للأوراق المالية أو قانون الأموال محل الصفقة.

وفي حالة المخالفة يخول لمجلس إدارة السوق أن يوقع على الوسطاء الإجراءات الآتية: الإنذار،

الغرامة المالية كما لا تزيد على مائة ألف درهم، مصادرة الكفالة المصرفية جزئياً أو كلياً، وقف الوسيط عن العمل لمدة لا تزيد على أسبوع، فإذا زادت مدة الوقف عن أسبوع يحال الأمر إلى الهيئة لاتخاذ ما تراه.

4-3 المقاصة والتسويات ونقل الملكية والحفظ: يتم عرض أسعار الأوراق المالية والسلع في السوق

⁽¹⁾ قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالهيئة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي إتحاد المصارف العربية تاريخ الإطلاع 21 جانفي 2006 WWW.Uabarab.lows

^(*) هيئة الأوراق المالية والسلع: تنشأ في عاصمة الدولة وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً للقانون وهذه الهيئة تنشأ فروعاً أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق، كما يخطر على الهيئة أن تمارس أعمال التجارة أو يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تمارس أعمال التجارة أو يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تمتلك أو تصدر أي أوراق مالية ومن مهامها: إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، وكذا تنمية الوعي الاستثماري، والعمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي

وفقاً للأنظمة الصادرة بموجب أحكام القانون على أن تشمل الأنظمة إجراءات البيع والشراء والمقاصة والتسويات، ويتم نقل ملكية الأوراق المالية في السوق والقيود في سجلاته والحفظ وفقاً للأنظمة الصادرة وتلتزم الجهة المصدرة لهذه الأوراق باتخاذ إجراءات نقل الملكية من جانبها بدون تأخير.

4-4 الإفصاح والشفافية: يجوز للمجلس إلزام أي شخص ذي الصلة بأنشطة الأوراق المالية سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً بالإفصاح العلني أو الخاص وتقديم أية بيانات ذات الصلة بنشاطه كما يتعين يتم تبعه في عام تم إدراج أوراقها المالية في السوق إبلاغه بأية معلومات تؤثر على أسعار تلك الأوراق حال توفرها لديها، ولمجلس إدارة السوق حق نشر تلك المعلومات من خلال الصحف المحلية ووسائل الإعلام الأخرى التي يراها مناسبة، كما تلتزم تلك الشركات بنشر أية معلومات إيضاحية تتعلق بأوضاعها وأنشطتها وبما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين متى طلب منها ذلك.

كما لا يجوز تقديم أية بيانات أو تصريحات أو معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية وعلى قرار المستثمر بالاستثمار أو عدمه، ولا يمكن استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية لتحقيق منافع شخصية.

المطلب الثاني: بورصات دول العجز المالي والحرية الاقتصادية

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

- بورصة عمان؛

- الهيئة العامة لسوق المال بمصر؛

- بورصة دار البيضاء؛

- بورصة تونس.

1- بورصة عمان

سيتم التعرف على خصوصيات بورصة عمان من خلال:

1-2 نشأة بورصة عمان

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية الثلاثينيات من القرن العشرين حيث تم تأسيس شركات كبرى في تلك الفترة هي البنك العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء وقد أخذ الجمهور الأردني يكتب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ كما توالى تأسيس الشركات المساهمة ليصل 66 شركة عام 1978 م .

وفي غياب سوق منظم لتداول الأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير منظم ومع ازدياد أعداد الشركات

المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام اتضحت الحاجة إلى إنشاء سوق منظم حيث دعت لذلك خطط التنمية المتعاقبة، وقد تبع ذلك جهود كبيرة ودراسات عدة مما أثمر عن تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 3 لسنة 1976 م⁽¹⁾

1-2 الإطار التشريعي لبورصة عمان

تم افتتاح بورصة عمان رسمياً بتاريخ 01/04/1978 م وقد صدر قانون عمان المالي لسنة 1990 م ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 ليتمكن كافة الأمور ولقضايا المتعلقة بالسوق وهذا من خلال النصوص المتعلقة بالمواد التالية:⁽²⁾

- المادة 23 وجاء فيها ما يلي:

تتشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان وتتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة جميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة والتصرف فيها وهي الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي.

- المادة 24 وجاء فيها ما يلي:

يتم التداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال صفقات تبرم بين الوسطاء الماليين كل لصالح عمله تثبت بموجب قيود تدون في سجلات البورصة.

- المادة 25 وجاء فيها:

تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين وتتألف الهيئة العامة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للبورصة ورسوم الاشتراك السنوية فيها ويكون لكل وسيط مالي صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي وتحديد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها والأحكام والإجراءات المتعلقة بالهيئة العامة وكيفية تشكيل مجلس الإدارة.

- المادة 26 وجاء فيها:

يضع مجلس إدارة البورصة بموافقة المجلس الأنظمة الداخلية وتعليمات اللازمة لإدارة شؤون البورصات بما في ذلك^(*) ما يتعلق بالأمور التالية:

- إدراج وتداول الأوراق المالية.

- صندوق ضمان الوسطاء الماليين.

- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعتبر سرية والأشخاص المفوضين للإطلاع عليها بحكم عملهم.

- حل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء وعملائهم.

1-3 شروط الإدراج في بورصة عمان: يمكن تلخيص شروط إدراج في بورصة عمان في النقاط التالية:

(1) طاهر حيدر حردان، مرجع سبق ذكره، 1997، ص: 185.

(2) جمال جويدان الجمال، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 157-160.

(*) قبل أن يتم إدراج الشركة في السوق النظامي يشترط أن تكون الشركة مساهمة عامة ويكون رأس مالها مطابق لما هو وارد في أحكام قانون الشركات وأحكام قانون البنوك كما يشترط أن يكون رأسمالها مدفوع ب 50% من القيمة الاسمية لسهم وأن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل مدة سنة كاملة.

- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهم في السوق الموازية.
- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي نسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع.
- أن تقدم الشركة القوائم المالية الختامية وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل.
- على الشركة تقديم طلب الإدراج مرفوقاً بطلب الإدراج المقرر من قبل السوق ونسخة من عقد التأسيس ونظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج وكذا أعضاء مجلس الإدارة.

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

2-1 المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر

ويمكن تقسيم المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر إلى أربعة مراحل رئيسية وهي: ⁽¹⁾
المرحلة الأولى: إن الظروف غير المواتية التي واجهت السوق المالي المصري منعت بروزة وازدهاره مما وقف في تعجيل نموه، فسوق المالية المصرية يعد من أقدم الأسواق المالية فقد تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883 م تابعتها بورصة القاهرة التي تأسست 1898 م فبرغم من تكوين السماسرة في هذه الفترة للجان لتنظيم حركة التعامل في البورصة إلا أنه لم يتم تنفيذ ذلك رسمياً عام 1907 م حيث صدرت أول لائحة للبورصة في ضوء ازدياد النشاط الاقتصادي في مصر خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر وبعد أن أصبح الجو مهيأً لنشأة بورصة الأوراق المالية وقد تم تطبيق هذه اللائحة في سبتمبر 1910 م وبدأت البورصة في مزاولة نشاطها في مقرها الحالي في 1929 م .
وتلى ذلك صدور لائحة جديدة للبورصات عام 1933 م بموجب مرسوم ملكي ثم عدلت فيما بعد بمرسوم آخر في 24 أبريل 1940، ثم صدر في جويلية 1953 القانون رقم 326 بشأن التعامل في الأوراق المالية.
ونتيجة للتطور الاقتصادي الكبير في مصر في منتصف الخمسينيات ثم تعديل لائحة البورصات، فصدر قانون رقم 161 لسنة 1957 م باللائحة العامة للبورصات والذي بموجبه اكتسبت للبورصات المصرية شخصية اعتبارية مع الأهلية لتقاضي، وكذلك أوجد هذا القانون نوعاً من الرقابة الحكومية على هذه البورصات لضمان حسن سير العمل فيها.

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

- تدخل الدولة في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين والذي أدى إلى انكماش سوق التداول بسبب ضعف العائد بالإضافة إلى تحويل بعض الأسهم إلى سندات على الدولة.

⁽¹⁾ صندوق النقد العربي، تقرير خاص بقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية عدد خاص، الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات، نشأتها وتطورها، أبريل 1999، ص ص: 67-70 .

- اشتراك العمال في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة.
- تخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة.
- إجراءات التأمين التي اتخذت بدأ من عام 1960 م وأدت هذه التطورات إلى انخفاض حجم التعامل بالسوق الأوراق المالية من 626 مليون جنيه عام 1962 م إلى 5.2 مليون جنيه عام 1972 م

المرحلة الثالثة: يمكن تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين رئيسيتين:

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

- قانون 43 لسنة 1974 م بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق.
- قانون 157 لسنة 1981 م الخاص بالضرائب.
- قانون 121 لسنة 1981 م بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات.
- قانون رقم 159 لسنة 1981 م بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية.
- من 1983 م - 1991 م : شهدت هذه المرحلة بداية انطلاق سوق التداول المصرية كما صدر قانون التعديل اللائحة العامة للبورصات رقم 121 لسنة 1986 م ،كما شهدت هذه المرحلة إنشاء هيئة سوق المال الذي تعمل على إشراف وتطبيق القوانين إلى جانب هيئة الاستثمار.

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

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

ويعد القانون رقم 95 لسنة 1992 م نقطة تحول في تاريخ الهيئة العامة لسوق المال وقد جدد القرار الجمهوري رقم 502 لسنة 1979 م أهم اختصاصاتها في تهيئة المناخ الملائم لإيجاد سوق رأس مال قوية وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية⁽¹⁾.

وما تجدر إليه الإشارة أن بورصتنا الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من أقدم البورصات التي أنشأت في العالم إلا أن البداية الحقيقية لنشاط البورصتين بعد فترة ركود طويلة كانت مع تبني الدولة لبرنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية بصدور قانون رقم 203 في عام 1991 م وقانون

⁽¹⁾هالة حلمي سعيد و نجوى عبد الله سمك وآخرون، تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية، دراسة معدة يتكلف من الهيئة العامة لسوق لمال المصري، سبتمبر 2001، ص: 37.

سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 م وتوحدت البورصتان تحت قيادة واحدة بصدور القرار الجمهوري رقم 51 لسنة 1997 م بشأن تنظيم سوق التداول، وتم الربط بينها من خلال شبكة معلومات الكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة كما يدور في البورصتين⁽²⁾

2-2 الإطار التنظيمي للبورصة المصرية: وتتكون من ما يلي⁽³⁾

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

- الجمعية العامة: وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.
- ويضاف إلى هذه الأجهزة كل من اللجنة العليا للبورصات، هيئة التحكيم مجلس التأديب ومندوب الحكومة.

3- بورصة الدار البيضاء:

يتم الترف على بورصة الدار البيضاء من خلال :

3-1 نشأة بورصة الدار البيضاء

منذ إنشائها سنة 1929 م مرت بورصة الدار البيضاء بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967 م حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر في عام 1992 م وكذلك قانون السندات لسنة 1941م ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في سوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له، كما لا يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباة إلى بنك المغرب والجدير بالذكر أنه لا يسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج⁽¹⁾

⁽²⁾ نفس المرجع أعلاه، ص: 37.

⁽³⁾ محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2002، ص ص: 146-147.

⁽¹⁾ الهندي خليل أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص: 251.

3-2 الإصلاحات التي عرفتها بورصة الدار البيضاء⁽²⁾ عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات إذ منح الإصلاح الأول الذي جاء سنة 1948 م شخصية معنوية لبورصة القيم، أما الإصلاح الثاني الذي جاء سنة 1967 م فقد مكنها من إعادة تنظيمها قانونيا وتقنيا وتحديد معاملها كمؤسسة عمومية. ومنذ 1993 م أعطى إصدار مجموعة من النصوص القانونية تم بموجبها إصلاح السوق المالية للبورصة دار البيضاء الإطار التنظيمي والتقني الضروري لانبعاثها.

- إنشاء مجلس القيم المنقولة جويلية 1994 م كما تم في أكتوبر من نفس السنة الترخيص لـ 12 شركة من شركات البورصة للعمل كوسطاء.
- إنشاء الجمعية المهنية لشركات البورصة في فيفري 1995 م وفي أوت من نفس السنة تم إنشاء شركة بورصة القيم للدار البيضاء وفي نوفمبر من نفس السنة ثم إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- تم إدماج بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابع لشركة المالية IFC وذلك بنسبة 0.75% وذلك في سبتمبر من عام 1996 م .
- انطلاق النظام الالكتروني لتسعير بالنسبة للقيم المتداولة في مارس 1997 م تعميم التسعير الالكتروني على جميع قيم قسم الأسهم وذلك جوان 1998 م.
- وتم انطلاق بورصة الدار البيضاء على شبكة الأنترنت في سبتمبر 1999.
- يبني بورصة الدار البيضاء لبنية شركة مساهمة بمجلس رقابة ومجلس إدارة جماعية طبقا للقانون الجديد المتعلق بشركات المساهمة ونظام الأساسي لبورصة الدار البيضاء وذلك في ديسمبر 2000م.

4- بورصة تونس:⁽¹⁾

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988م بصدور القانون رقم 13 لعام 1988 م بدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989 م وتتميز بالفصل بين الدورين الرقابي والتنفيذي.

4-1 الهيئات المنظمة لبورصة تونس

الهيئات المنظمة للسوق هي:

- **مجلس سوق المالية:** وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويتكون المجلس من 09 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من وسطاء وشركات استثمار ومستثمرين

⁽²⁾ التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لعام 2002، ص ص: 7-9 .

⁽¹⁾ صلاح الدين حسن السيسي، تطوير وربط البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص ص: 116-117.

وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين.

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

- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصية.

- إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة.

- اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة تقدم المجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أو تعديلها إذا استدعت الضرورة لذلك.

- الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية: هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي، ويتم دفع قيمة الصفقة فوراً مع التسليم الفوري للأوراق المالية محل التبادل

4-2 شروط الإدراج في البورصة

يستلزم جملة من الشروط للإدراج في بورصة تونس وهي:

- وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و300 مساهم على مستوى السوق الثانوية.

- أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الأقل قبل الإدراج.

- تحقيق أرباح صافية لسنتين الأخرويتين من الإدراج.

- الالتزام بطرح 20% من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة.

- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

4-3 مميزات الاستثمار في بورصة تونس

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

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

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

- يتم تناول في هذا المطلب البورصات العربية الموجودة في اقتصاد يغلب فيه القطاع العام الدور الأساسي في عملية التنمية مثل الجزائر، وهي بورصة قائمة منذ 1993 م وكذلك نتطرق إلى مشروع إقامة سوق مالية في اليمن الذي هو بصدد الإنشاء وعليه هذا المطلب نتناوله في نقطتين هما :
- بورصة الجزائر ؛
 - مشروع إقامة سوق مالية في اليمن.

1- بورصة الجزائر

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

1-1 المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية

المرحلة الأولى: 1990م - 1992م

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومنه جملة هذه الإجراءات معظم المؤسسات الحكومية على

استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها بـ 320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- مرسوم تنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

- المرحلة الثانية 1992م -1999م

لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992م ثم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة (*). B.V.M.

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات (**). وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة.

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

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

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

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

ومن بين مهامها (2)

(*) B.V.M: Bourse des Valeurs Mobilières

(**) أنظر معوقات بورصة الجزائر، ص 241.

(1) الجريدة الرسمية العدد 11 الصادر في 17/01/2003.

(2) شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 144.

الوظيفة القانونية: تقوم هذه اللجنة بتنظيم سير السوق القيم المنقولة بسن تقنيات لهم بما يأتي على الخصوص.

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماد الوسيط في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
- قبول القيم المنقولة لتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها.
- العروض العمومية للشراء للقيم المنقولة.
- تنظيم عمليات المقاصة.

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

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

1-3 شروط الإدراج في بورصة الجزائر: (2) يمكن التمييز بين:

1-3-1 شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي:

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.
- لا بد من تحديد قيمة كل سهم.
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.
- الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل و آخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

1-3-2 شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.
- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.
- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
- تقديم جملة من المعلومات تحددتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

(2) Guide de COSOB – guide de l'introduction 1997 p69

- أن تقدم دليلاً عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

2- مشروع إقامة سوق أوراق مالية في اليمن:

يعتبر القطاع العام الركيزة الأساسية للاقتصاد اليمني وترعاه الدولة وتشرف على تسييره والتخطيط له وقد بلغت نسبة مساهمته في مجال التنمية الاقتصادية بما يمثل 88 % من الأنشطة الاقتصادية خلال الفترة 1996- 2000 بما يسمى الخطة الخماسية الأولى وتقوم الدولة بتمويل القطاع العام عن طريق البنوك المتخصصة أو عن طريق القروض الاستثمارية سواء قروض داخلية أو خارجية وهذا يشكل عبئاً على خزينة الدولة لوجود عدد كبير من تلك المؤسسات التي تنتمي للقطاع العام لم تحقق النجاح والأهداف المرسومة لها، لهذا فقد بدأت الدولة في التفكير بالتخلي التدريجي عن القطاع العام لصالح القطاع الخاص عن طريق الخوصصة.

ومن هنا بدأت تظهر أهمية وجود سوق الأوراق المالية كقناة تمويلية جديدة تدعم نشاط المؤسسات الخاصة وبالتالي التوسع في المساهمة لزيادة نمو الاقتصاد (1)

ونظراً لأهمية هذه المؤسسة في الاقتصاد اليمني كما تمت الإشارة سابقاً، قام عدة باحثين اقتصاديين بدراسة جدوى إمكانية إقامة سوق للأوراق المالية باليمن حيث تهدف الدراسة لتكوين رؤية عملية وبلورة إطار متكامل من التصورات النظرية والتطبيقية عند إمكانية تصميم آلية سوق المالية المنظمة وتنشئة بورصتي صنعا وعدن للأسهم والسندات منطلقين من أن هذه السوق هي بمثابة وسيلة فعالة لجذب الاستثمار وتعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يحتاج إليه الاقتصاد اليمني، وجاءت الدراسة في النقاط التالية: (2)

- مفهوم آلية السوق المالية للبورصة وأهميتها في الاقتصاد المعاصر للجمهورية اليمنية.

- تحليل وقياس مدى فعالية الجهاز المصرفي اليمني.

- دور والعلاقة بين الأجهزة المصرفية وأجهزة الوساطة المالية في الجغرافيا الوطنية والتقنية لآلية السوق.

- المقومات الاقتصادية لسوق المالية ومناخ الاستثمار في ظل الإصلاحات الهيكلية للاقتصاد الكلي.

- المقومات القانونية أي التشريعات والقواعد والنظم القانونية

وتصل الدراسة إلى البرهنة النظرية عن مقومات إنشاء سوق للأوراق المالية بأنها مقومات توفر القاعدة الموضوعية التي تهيئ المناخ والأرضية الملائمة لقيام مثل هذا السوق، فالبورصة يمكن أن تنشأ في اليمن كتجربة حديثة ولكنها لن تكون تجربة على النمط التقليدي مبتدأ في النشوء كحال البورصات التي بدأت في المنطقة العربية منذ عقود زمنية ماضية، بل من حيث ما ينطلق الزمن الحاضر في بناء وتشبيد البورصات العالمية الحديثة وكذلك الاستفادة من ما توصلت إليه التجارب البورصات العربية

(1) عبد الوهاب علي حسن الغاشم، سوق الأوراق المالية مع إمكانية إنشائها في اليمن، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات

نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2003، ص: 107.

(2) أرسلان محمد أحمد، آفاق والمقومات لخلق آلية السوق اليمنية لأوراق المالية، WWW NIC- JOV- YE تاريخ

الاطلاع 26 جانفي 2006.

من استخدام أحدث منجزات العصر والتقدم التكنولوجي الحديث وعلى أساس هذه المقومات وتطوره في المراحل الميكرة للتنمية والإصلاحات الاقتصادية والهيكلية للاقتصاد الكلي.

وقد قامت الدولة اليمنية بتوفير بيئة تشريعية من أجل قيام سوق للأوراق المالية من خلال القوانين التالية⁽³⁾

- **قانون الشركات:** صدر قانون رقم 22 لسنة 1997 م بشأن الشركات التجارية والمعدل بقانون رقم 15 لعام 1999 م وهذا القانون جاء ليعدل ويكمل قانون الشركات رقم 34 لعام 1991 م ولقد ميز هذا القانون بين أنواع الشركات وحددها إلى شركات أشخاص وشركات أموال وفرق بين هذا النوع الأخير إلى شركات مساهمة عامة وشركات التوصية بالأسهم وشركات ذات المسؤولية المحدودة.

ونظرا لأهمية الشركات المساهمة في إنشاء السوق الأوراق المالية فقد خصص لها فصلا خاصا

بها ابتداء من تعريف الشركة المساهمة في المادة 59 وانتهاء بتصنيفتها في المادة رقم 213-214

- **قانون الاستثمار:** صدر قانون رقم 29 لسنة 1997 م بشأن الاستثمار وهذا القانون جاء ليتم القانون رقم 22 لسنة 1991 م، القانون رقم 14 لسنة 1995 م بشأن الاستثمار وذلك كنتيجة لتطور النشاط الاقتصادي في اليمن والحاجة الملحة لوجود قانون يواكب تلك التطورات ويساعد على توطيد الاستثمارات وتنمية النشاط الاقتصادي ويهدف هذا القانون إلى تشجيع وتنظيم استثمارات ورؤوس الأموال اليمنية والعربية والأجنبية الخاضعة لأحكام هذا القانون في إطار السياسة العامة للدولة وأهداف وأوليات الخطة الوطنية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية وبما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- **قانون الخوصصة:** صدر قانون رقم 45 لسنة 1999 م والمتعلق بالخوصصة حيث جاء هذا القانون نتيجة لسلسلة من الإجراءات التي اتخذتها الدولة منذ عام 1995 م بقرار مجلس الوزراء المتضمن إنشاء المكتب الفني للخوصصة تحت إشراف رئيس الوزراء وإصدار القانون المهياً رقم 05 لسنة 1996 م وذلك تبعا لتوجيهاته الجديدة في تسويق الاقتصاد وتشجيع القطاع الخاص لتولي مسؤولية قيادة الاقتصاد.

وقد بلغ عدد الشركات المعروضة للخوصصة في اليمن 140 شركة صغيرة ومتوسطة الحجم وذلك حسب تقرير بعثة صندوق النقد العربي خلال الفترة 1998-2000 وقد تم الشروع في خوصصة جزء من تلك الشركات والتي شملت معظم القطاعات الاقتصادية سواء عن طريق البيع أو عن طريق التأجير.

ويمكن أن تساهم عملية الخوصصة في إنشاء سوق للأوراق المالية نظرا لما سوف توفره من عرض واسع للأوراق المالية التي يمكن تداولها عن طريق الاكتتاب العام وخاصة من طرف الشركات الكبيرة التي يمكن النواة الأساسية للسوق .

- **قانون سوق الأوراق المالية:** بالرغم من عدم صدور قانون بشأن تأسيس سوق للأوراق المالية في اليمن إلا أنه يمكن اقتراح الإطار المؤسس الذي يمكن أن تكون عليه تلك السوق وكذلك طرق تنظيم السوق والخطوات التي يجب إتباعها لإنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن.

⁽³⁾ عبد الوهاب علي حسن الغاشم، مرجع سبق ذكره، 2003، ص ص: 130-143.

- **الهيكل المؤسسي المقترح لهذه السوق:** في اليمن هناك اقتراح إنشاء سوق له هيكل مؤسسي يتم الفصل فيه الدور الرقابي عن إدارة البورصة وذلك حسب دراسة لثابت جرادي بعنوان "أسس ومقومات إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية في الجمهورية اليمنية في إطار صندوق النقد العربي عام 1998 م. وقد انطلقت المرحلة الأولى لإنشاء البورصة وذلك بإصدار قانون رقم 86 لعام 2000 م بتشكيل اللجنة العليا للإشراف على تأسيس سوق الأوراق المالية في اليمن وقد أعطيت لها صلاحية اتخاذ الإجراءات التي تراها مناسبة لتحضير تأسيس السوق ويضم في عضويتها وزير المالية ووزير الصناعة والتجارة ووزير التخطيط ومحافظ البنك المركزي التي تهتم بإنشاء الهيكل المؤسسي وكذا تحديد دور الدولة في هيكل سوق الأوراق المالية واختيار المقر وتحديد مصادر وموارد السوق المالية وكذا صياغة قانون سوق الأوراق المالية وإنشاء الهيئات المنظمة له وإعداد التشريعات التي تنظم عمل المؤسسات الواسطة المالية هذا كله في انتظار مرحلة الإعلان عن قيام السوق رسمياً وافتتاح السوق للجمهور للتعامل.

المبحث الثالث: تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 1999-2000

تماشياً مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي خاصة في مجال أسواق الأوراق المالية تسعى الأسواق العربية إلى مواكبة هذه التطور من جميع الجوانب فعملت منط نشأتها على تكيف أطرها القانونية والتشريعية مع مستجدات الساعة المالية الدولية خاصة بعد إدراكها للدور التي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها في مجالات استثمار متعددة وكذا توفير طريقة جديدة للتمويل، لذا عملت الدول العربية على خلق سوق جذاب للفوائض المالية أما في ذلك من دور في زيادة نشاط هذه الأسواق وتحسين أدائها من سنة إلى أخرى وعليه من أجل رصد هذه التطورات وانعكاسات ذلك على أدائها قسمنا هذا المبحث إلى مطلبين يتناول الأول التطورات خلال الفترة من 1999-2003 أما الثاني فتناولنا فيه أداء هذه الأسواق خلال نفس الفترة .

المطلب الأول: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال 1999-2000

نظراً لسلسلة وحركة إصلاحات التي عرفتها الدول العربية في مجال أسواق الأوراق المالية شهدت هذه الأخيرة تطورات عديدة وهذا خلال الفترة 1999-2003 وسوف نستعرض هذه التطورات لكل سنة كما يلي:

- تطورات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 1999؛
- تطورات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2000؛
- تطورات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2001؛
- تطورات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002؛
- تطورات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2003.

1- تطورات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 1999⁽¹⁾

لقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية عام 1999 م تطورات عديدة نعرضها في النقاط الآتية:

1-1- تعزيز الدور الرقابي للسوق: ويلاحظ في هذا الجانب التوجه المتزايد لدى العديد من الدول العربية نحو الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص في هذا الجانب تام في مسقط خلال هذا العام تنفيذ أحكام قانون إعادة هيكلة السوق، وهو القانون الذي يفصل بين الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية وإدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية.

كما تولت بورصة عمان اعتبارا من شهر مارس 1999 م مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إداريا وماليا وكجهة مصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي للتداول بالأوراق المالية في الأردن وذلك تطبيقا لقانون الأوراق المالية الجديد الذي يهدف إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي تقوم بفضل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ في نهاية 1999 م ستة أسواق وهي: الأردن، مصر، تونس، المغرب، عمان والإمارات العربية المتحدة، في حين تبقى بقية أسواق الأوراق المالية العربية تقوم في نفس الوقت بهذين الدورين معا ومنها الجزائر على سبيل المثال.

1-2- تعزيز الشفافية والإصلاح: وبهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإصلاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية فمن جانب السوق شملت التطورات التعليمات والمعلومات والبيانات التي يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء الأعضاء السوق ومعتمدي المهن بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة حركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية وفي هذا الجانب تقوم معظم أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار كما أبرمت معظم هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنقل المعلومات الخاصة بالتداول ومن أهمها شركة

Bloomiberg وشركة Reuters

ونلاحظ كذلك توجه هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الأنترنت وذلك لتعريف

بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها.

⁽¹⁾ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص ص: 127 123.

وقد تضمنت مواقع البورصات العربية على هذه الشبكة معلومات عن التداول يتم تحديثها بشكل يومي بالإضافة إلى معلومات تاريخية تحتوي على سلاسل زمنية لكافة البيانات المتعلقة بنشاط البورصات، كذلك أهم التشريعات والقوانين المتعلقة بهذه الأسواق، ومن جانب آخر أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة فيها بالإضافة إلى تقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من الدول العربية أصبحت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية تلزم شركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية، كما تم في عمان إلزام البنوك التجارية بتقديم تقارير شهرية حول أوضاعها المالية. وألزمت التعليمات الجديدة في سوق البحرين للأوراق المالية خلال 1999 م شركات الوساطة وشركات صناع السوق بإصدار حساباتها المالية السنوية المدققة خلال ثلاث أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية.

1-3- تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية: فمن الملاحظ خلال 1999 م توجه معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطور هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة، ويهدف المستثمر المؤسسي في الغالب إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية، في حين أن المستثمر الفرد يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة، وأن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، وهذا من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في البورصة العربية، وفي هذا الجانب عملت السلطات في تونس على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في البورصة تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح في حالة تجميد الأموال المودعة لمدة 5 سنوات على الأقل.

وفي مصر تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركات التأمين بالتعامل في السوق المالي حيث بلغ خلال عام 1999 م عدد الشركات المرخص لها بالعمل في مجال سمسرة الأوراق المالية 148 شركة، 21 صندوق استثماري، و30 شركة محافظ أوراق مالية و06 شركات تصنيف و28 شركة اكتتاب عام.

من جانب آخر تسعى البورصات العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار، وتجدر الإشارة إلى أنه يتم تداول وحدات هذه الصناديق في العديد من أسواق الأوراق المالية العربية بالإضافة إلى ذلك تم خلال عام 1999 تأسيس صناديق استثمارية جديدة في كل من عمان، الأردن، فلسطين تدبرها مؤسسات عالمية ومحلية متخصصة، كذلك تم خلال هذا العام إدراج 04 صناديق استثمار جديدة في سوق البحرين للأوراق المالية وبذلك يبلغ عدد صناديق الاستثمار المدرجة في هذا السوق 34 صندوق تدار من قبل مؤسسات محلية وعربية وعالمية.

كما بلغ عدد صناديق الاستثمار المدرجة في بورصة الفيم بدار البيضاء بالمغرب 125 صندوقا في نهاية 1999

أما في تونس تم إحداث 03 صناديق استثمار جديدة ليصبح عدد الصناديق المدرجة في السوق 26 صندوقا.

1-4- تشجيع الاستثمار الأجنبي: تجدر الإشارة في هذا الصدد أنه بالإضافة إلى غياب القيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية في كل من مصر، المغرب، الأردن لبنان وتعديل نسب التملك في تونس وعمان فقد تم في البحرين خلال 1999 إدخال تعديلات على أحكام قانون الشركات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي في البورصة وذلك بالرفع نسبة تملك الأسهم في شركات البحرين من قبل مواطنين دول مجلس التعاون الخليجي إلى 100% مقارنة مع 49 % في السابق ورفع نسبة التملك للأجانب إلى 49 % في جميع الشركات المدرجة مقابل 24 % سابقا وعلى عدد محدود من الشركات. وما نتج عن هذه التطورات ما يلي:

- ارتفاع نسبة مساهمة الأجانب في رؤوس الأموال الشركات المدرجة فقد ارتفعت هذه النسبة لتصل إلى 43.2% في بورصة عمان الأردنية وفي سوق مسقط بلغت 15 % .

- من جانب آخر بلغت قيمة مشتريات الأجانب من الأسهم المصرية خلال عام 1999 م حوالي 2,6 مليار دولار تمثل حوالي 27 % من إجمالي قيمة التعامل

1-5- تعديل الأنظمة الضريبية ومكننة أنظمة التداول: بالنسبة لتعديلات الأنظمة التداول بالنسبة لتعديلات الأنظمة الضريبية ثم في هذا الصدد إلغاء الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تملك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة 10%.

أما في تونس تم تخفيض نسبة الضرائب على الأرباح من 35% إلى 20% لكافة الشركات التي تقوم بتعويم 30% على الأقل من رأسمالها.

أما فيما يتعلق بمكننة أنظمة التداول تشير إلى وجود أنظمة تداول ألي متطور في كل من الأسواق الكويت، السعودية، مصر، تونس، المغرب وعمان ونظام ألي متطور بدأ العمل به خلال عام 1999 في بورصة عمان، كما بدأ العمل في سوق البحرين بصورة تجريبية بنظام التداول الآلي الذي تم إنشائه بالتعاون مع شركة EFA الكندية وتجدر الإشارة إلى اتفاقية الموقعة خلال هذا العام ما بين بورصة باريس وبورصة بيروت بخصوص تزويد هذه الأخيرة بالنظام تداول ألي متطور

1-6- برامج الخصخصة في البلدان العربية

- في المغرب تقرر في سنة 1999 بيع 40% من رأس مال الخطوط الجوية المغربية كما تقرر بيع حوالي 35% من الشركة المغربية للاتصالات

- في مصر بلغت قيمة الشركات التي تم خصصتها حتى نهاية عام 1999 حوالي 15.6 مليار جنيه.

- في السعودية تم البدء بخصوصية قطاع الكهرباء من خلال تأسيس الشركة السعودية للكهرباء كما يتم التخطيط لخصوصية البلديات.

- في تونس تم بيع شركة قابس للإسمنت لشركة برتغالية بمبلغ 311 مليون دينار تونسي وعرضت للبيع أيضا شريكتين متخصصتين في النسيج

- في الأردن تقرر بيع 49% من رأسمال شركة الجوية الملكية وتم خلال عام 1999 بيع 40% من رأس المال شركة الاتصالات الأردنية إلى شركة الفرنسية فرانس تليكوم
2- تطورات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2000 م⁽¹⁾

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

2-1- التطورات التشريعية والتنظيمية

في دولة الإمارات أقرت السلطات على تنظيم نشاط سوق الأوراق المالية حيث تم إنشاء هيئة بسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع كجهة إشرافية، وسوقي دبي المالي وأبو ظبي للأوراق المالية كأسواق لتداول الأوراق المالية

- في الأردن تم وضع قانون الأوراق المالية ولوائحه الداخلية حيز التنفيذ.

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

- في السعودية تعمل السلطات على تنظيم نشاط تداول الأوراق المالية القائم حاليا عبر شبكة المصاريف التجارية عبر إحدات 03 مؤسسات وهي: هيئة للرقابة، البورصة، ومركز للتسوية، بالإضافة إلى تنظيم نشاط الوساطة

- في الكويت أقرت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية خلال هذا العام إنشاء السوق الموازي بهدف تشجيع الشركات الصغيرة والجديدة على الإدراج كما وضعت عدد من المعايير والضوابط لنظام بيع الأجل.

2-2- تحديث أنظمة التداول

- في الأردن تم استكمال نظام شبكة المعلومات التي تربط جميع الشركات الواسطة العامة بهدف توفير سهولة الاتصال بين البورصة والوسطاء من خلال خدمة البريد الإلكتروني

- في الكويت أقرت مشروع الوساطة الإلكترونية التي تتم من خلال وحدات متخصصة لدى شركات الوساطة

- في مصر تم إدخال خدمة التداول عن بعد بشكل اختياري لشركات الوساطة

- في الإمارات نظام التداول المعتمد في سوق أبو ظبي ودبي هو نظام إلكتروني

2-3- أنظمة التسوية والحفظ المركزي:

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

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

2-4- تطور نشاط الوساطة

- في البحرين أقدمت السلطات في سوق البحرين للأوراق المالية على عدم السماح للوسطاء الماليين وممثلهم بمزاولة مهنة الوساطة ما لم يكونوا حاصلين على شهادة مندوب استثماري التي اعتمدها إدارة البورصة كشرط أساسي لتحديد الوسطاء الماليين المتعاملين في السوق.

- في عمان أقدمت السلطات على تشجيع الدمج بين شركات الوساطة عبر منح حوافز ضريبية وذلك بهدف تشجيع قيام شركات وساطة كبيرة من جانب ومعالجة المشاكل التي تعاني منها بعض شركات الوساطة الصغيرة.

3- تطورات أسواق الأوراق المالية خلال عام 2001 م (1)

عرفت أسواق الأوراق المالية العربية التطورات التالية خلال عام 2001 م :

3-1- الإطار التشريعي والتنظيمي:

- في السعودية تم ترخيص لشركات الوساطة غير المصرفية بالعمل إلى جانب الوسطاء المعتمدين في البورصة
- في سوق البحرين أعلنت إدارة السوق خلال عام 2001 م عن عزمها بتعديل متطلبات الإفصاح من قبل الشركات المدرجة في السوق من خلال توسيع نطاق المعلومات والبيانات المالية وغير المالية وتغييرات في الإدارات العليا الواجب الإفصاح عنها.

- في سوق مسقط الأوراق المالية تم خلال الربع الثالث من عام 2001 م تطبيق قواعد جديدة لإدراج شركات وذلك في إطار زيادة الإفصاح وتعزيز الشفافية التي تسعى إليه السلطات المعنية لتعريف بالشركات الجديدة لمساعدة المستثمر، على اتخاذ القرار وبمقتضى هذه القواعد الجديدة ثم تقسيم السوق الثانوي إلى ثلاثة أقسام:

- سوق نظامي أي أولي يتم إدراج الشركات التي تتمتع بمراكز مالية وأداء مستقر وانتظام في تحقيق الأرباح وتوزيعها على الأقل على مدى سنوات الثلاثة الأخيرة.

- سوق موازي أي ثاني ويتم إدراج الشركات ذات الأداء المالي المتوسط على أن تبلغ نسبة الأرباح الصافية 50% من رأسمالها كحد أدنى

- سوق ثالث ويضم شركات ذات الأداء الضعيف والتي تكون قد سجلت خسائر خلال السنوات الثلاثة الأخيرة أو تلك التي تقل نسبة الأرباح الصافية المحققة فيها عن 50% من رأسمالها.

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

- في تونس أدخل مجلس إدارة البورصة في مطلع شهر جويلية 2001م بعض التعديلات عن نسب العملات سارية المفعول، ففي ما يخص المعاملات التي تقل قيمتها عن 50 ألف دينار ثم خفض نسبة العمولة التي تدفعها كل من البائع والمشتري من 0.10% إلى 0.05% أما المعاملات التي تفوق قيمتها عن 50 ألف دينار فقد تم تخفيض نسبة العمولة بنسبة من 0.01% إلى 0.005%.

- في مصر انتهت هيئة سوق المال خلال ربع الأول من عام 2001 م من إعداد الأدلة الإرشادية وذلك لتؤكد من مدى الالتزام الشركات المدرجة في البورصة بمتطلبات العرض والإفصاح، ونشر القوائم المالية على أسس المعايير المحاسبية المصرية والدولية ويمثل هذا الدليل بداية لسلسلة من الأدلة الإرشادية التي تعتزم الهيئة إعدادها ونشرها بهدف تعريف المتعاملين معها بنشاط الهيئة وما يجب عليهم إتباعه حتى تستطيع الهيئة تقديم خدماتها وإطلاع المتعاملين على المتطلبات الضرورية لكل خدمة

3-2- أنظمة التداول

- في السعودية أدخل سوق الأسهم السعودي خلال شهر أكتوبر 2001 م نظام جديد لتداول الأسهم يعرف باسم تداول ومن خلال هذا النظام تقوم وحدات التداول تابعة للبنوك بإلغاء الإشعارات وتحويل كافة أسهم المستثمرين إلى حسابات يمكن من خلالها إجراء عملية البيع والشراء ويهدف هذا النظام إلى إتمام دورة التداول بكفاءة عالية خلال فترة زمنية وجيزة، إذ تتم عملية نقل الملكية مباشرة بعد تنفيذ أوامر البيع والشراء كما يوفر النظام الآلي الجديد معلومات عن الأسهم المتداولة في السوق بصورة فورية ويحقق المساواة بين جميع المتعاملين

- في لبنان انتهت إدارة البورصة خلال شهر جوان 2001 م العمل بالنظام تداول تثبيت (*) وإحلاله بنظام تداول المستمر (**). والذي كانت قد باشرت به بصورة تجريبية في نهاية عام 2000 م

3-3- زيادة الأدوات الاستثمارية

- في مصر تم استخدام نشاط التوريق العقاري مما أدى إلى بروز أدوات مالية جديدة أطلق عليها اسم سندات التوريق وتم إضافة نشاط توريق الحقوق المالية إلى نشاط الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ومن جهة أخرى قامت هيئات سوق المال بإصدار القواعد والضوابط بشأن تصنيف الشركات الراغبة في إصدار سندات أوراق مالية أخرى والتي تشمل الشركات الناشطة في مجال توريق الحقوق المالية

3-4- عمليات الخصخصة

- في تونس قررت السلطات المختصة خلال نصف الأول من عام 2001 م عرض 10 شركات للبيع كما قررت فتح قطاع الاتصالات للقطاع الخاص.

(*) تداول التثبيت ويطلق عليه أيضا مجموعة التسعير الثابت = هو مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال حلبة التداول يمثل آخر سعر التوازن تأشيرتي عند الافتتاح.

(**) تداول المستمر أو مجموعة التسعير المستمر: هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار والتي تتم خلال مراحل الجلسات المختلفة.

- في الكويت باعت الهيئة العامة للاستثمار خلال عام 2001 م أسهم الشركة للاتصالات عبر الاكتساب العام.
- في المملكة العربية السعودية تحولت أكثر من عشرة شركات من شركات عائلية إلى شركات مساهمة عامة وأصبحت مؤهلة لطرح أسهمها للاكتتاب العام في سوق الأسهم السعودية.
- في لبنان واصلت السلطات المعنية تهيئة الإطار التشريعي والمؤسسي لعملية الخصخصة حيث أقرت قانونا ينظم قطاع المياه تمهيدا لخصوصته كما قررت الحكومة تحويل مؤسسة الكهرباء إلى شركة مساهمة وبيع ما بين 15% إلى 30% من رأسمالها.
- في مصر بلغت قيمة أسهم الشركات التي تمت خصوصتها من خلال سوق الأوراق المالية خلال عام 2001 م حوالي 146.3 مليون دولار كما استمرت الحكومة المصرية في تنفيذ برنامجها الرامي إلى إعادة هيكلة الشركات الخاسرة من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح.
- في المغرب واصلت السلطات المعنية جهودها الرامية إلى خصخصة قطاعات الاتصالات والنقل والمياه والمصاريف وقد تم في هذا الإطار بيع بعض الفنادق كما أقدمت بعض المصاريف التجارية الأجنبية مثل مصرف باريبا BARIBA على شراء أسهم في البنك المغربي للتجارة والصناعة لتصل حصته إلى 51.5% من رأس المال المصرف

4- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002 م: (1)

خلال عام 2002 م سجلت أسواق الأوراق المالية العربية التطورات الآتية :

4-1- الإطار التشريعي والتنظيمي

- في البحرين أصدرت قانونا جديدا للشركات بمنح صلاحيات أكبر للمؤسسات القطاع الخاص في اتخاذ القرارات الخاصة بالإدماج والتأمين على الشركات وتغيير طبيعة عملها دون الحاجة إلى الحصول على موافقة مسبقة من الحكومة .
- في مصر تم إدخال بعض التعديلات على قانون الشركات التجارية تتعلق بعضوية مجالس إدارة الشركات وصلاحيات وزير التجارة والصناعة في إصدار قواعد وشروط انتخاب أعضائها وتعيين مراقب داخلي ومستشار قانوني وفقا للضوابط التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال
- في قطر تم إجراء تعديلات هامة على قانون الشركات المعمول منذ عام 1981 م كان من أبرزها ما يتعلق بمهام ومسؤوليات أعضاء مجالس الإدارات.
- في الأردن تم إقرار مشروع قانون الأوراق المالية لعام 2002 م والذي تضمن تعديلات رئيسية أهمها السماح بإنشاء بورصات أخرى إلى جانب بورصة عمان والسماح بإنشاء صندوق مستقل لحماية المستثمرين إضافة إلى تشديد معايير السلوك المهني والكفاءة المهنية.

4-2- أنظمة التداول والمقاصة والسوية

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

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

4-3- مجال الخصصة

- في الأردن قامت السلطات الأردنية بتعويم 26.25 مليون سهم لشركة اتصالات الأردن وإدراجها في بورصة عمان مما نتج عنه إيرادات بلغت 61.7 مليون دينار وأصبحت شركة اتصالات الأردن بذلك ثاني أكبر شركة مدرجة في البورصة بعد البنك العربي كما أدت هذه العملية إلى تقليص حصة الحكومة في شركة إلى 37%.

ويهدف تشجيع القطاع الخاص ثم إنشاء صندوق الأردن الاستثماري لتمويل الشركات الخاصة ذات المنتجات الجيدة و يبلغ رأس المال هذا الصندوق 50 مليون دولار تساهم فيه الحكومة الأردنية بـ 20 مليون دولار كما يساهم فيه مصرف دويتشة BANK DWITCH الألماني ومجموعة الأطلس وفرسان الاستثمارية الأردنية

- في البحرين تم في شهر أكتوبر إصدار قانون الخصصة وفي هذا أكدت الحكومة البحرينية التزامها ببرنامج الخصصة التدريجي واستخدام عائدات الخصصة في تمويل إعادة هيكلة الشركات المراد خصصتها.

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

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

- في عمان تم إنشاء وكالة تنظيمية لخصصة الشركة الاتصالات بنهاية عام 2002 م.

- في لبنان وقعت شركة ليانسل libanassal اتفاقا تم بموجبه نقل ملكية شبكتها للحكومة مما يمهد الطريق لخصصتها كما تقرر خصصة ما يعادل 40% من رأس المال اتصالات لبنان التي تدير نظام الهاتف الثابت وتتوقع السلطات اللبنانية أن تصل إيرادات الخصصة والتسديد مما يساعد على تخفيف أعباء المديونية العامة

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

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

- في قطر قامت وزارة الطاقة والصناعة بطرح أسهم شركة قطر للوقود في سوق الدوحة للأوراق المالية ويعد ذلك أول حالة خوصصة يشهدها قطاع النفط والغاز القطري، وبداية لخوصصة ما يزيد من المشاريع الحكومية بهدف توفير المزيد الفرص الاستثمارية للمواطنين ودفع عجلة التنمية الاقتصادية في البلاد.

5- تطورات الأسواق والأوراق المالية العربية لعام 2003 م⁽¹⁾

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورات خلال عام 2003 م خاصة في مجال الإفصاح والوساطة كما تواصلت عمليات الخوصصة في البلدان العربية.

5-1- في مجال الإفصاح

في البحرين قامت مؤسسة نقد البحرين باعتماد وتعميم المعايير المطلوب الالتزام بها من قبل جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق البحرين لأوراق المال عند نشر بياناتها المالية وإعلان عن نتائج أعمالها والتطورات المتعلقة بأنشطتها.

وفي الاتجاه نفسه يقوم سوق البحرين بنشر أسعار أسهم المدرجة فيه من خلال وسائل الإعلام المتاحة ومنها بث الترابط المتحرك لأسعار الأسهم المتداولة عبر قنوات التلفزيون وتجدر الإشارة إلى أن هذه الخطوة قد تسبق إليها العديد من الأسواق العربية كالأردن وعمان وغيرها.

في قطر ألزمت السلطات الشركات المقيدة في السوق بتقديم تقارير ربع سنوية وحددت مدت أقصاه ثلاثة أسابيع من انتهاء الربع لتزويد السوق بهذه التقارير كما ألزمت الشركات المقيدة بالإفصاح الفوري من خلال تزويد السوق بأية معلومات أو بيانات هامة قد تؤثر على أسعار الأسهم لتلك الشركات وذلك مباشرة فور إقرارها من قبل مجلس إدارة الشركة.

5-2- في مجال الوساطة المالية

في قطر تم تعزيز بعض المعايير المتعلقة بالشركات الوساطة المالية حيث تم التوقيع على اتفاقية مع شركات تكنولوجيا المعلومات لتزويد شركات الوساطة بنظام محاسبي خاص يتيح ربط أعمال تلك الشركات أليا بالنظام التداول في السوق تمكنهم من متابعة ومراقبة عملياتها بصورة أكثر دقة

⁽¹⁾ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد: 2004، ص ص: 13-17.

5-3- في مجال الخصوصية

في السودان أعلنت وزارة المالية والاقتصاد الوطني عن تنفيذ حملة من السياسات والإجراءات لصالح القطاع الخاص وتقوية الأطر القانونية والمؤسسية والتوسع في برامج خصوصية المؤسسات العامة ورفع كفاءة هيئات وشركات قطاع العام لتلعب دورها في زيادة حجم الإيرادات القومية. في البحرين تم التوقيع العقد الخاص بخصوصية قطاع الماء والكهرباء. في قطر قررت الحكومة خلال عام 2003 م خصصت شركة الأسمدة الوطنية وشركة الحديد وأقسام من مصانع البتروكيميائية بالنسب 30%، 45%، 35% على التوالي وذلك بهدف توسيع وتنويع قاعدة الملكية

في تونس: أعربت السلطات قائمة نظم 21 شركة مرشحة للخصوصية من بينها 4 فنادق

المطلب الثاني: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 1999-2003

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايد في موضوع إنشاء وتطوير الأسواق المالية العربية خاصة في ظل تعاظم اهتمام الدول العربية في هذا النهج خاصة أن معظمها قد أولى موضوع الدخل في عصر العمولة في مختلف مجالاتها وخصوصية مؤسسات القطاع العام اهتماما كبيرا، كما أن نجاح هذا التوجه يتطلب وجود أسواق مالية متطورة وذات كفاءة قادرة على استيعاب احتياجات هذه المرحلة. ويلاحظ من خلال مراجعة آخر تطورات أسواق الأوراق المالية العربية إلى أنها قد شهدت مؤخرا إنشاء المزيد من أسواق الأوراق المالية المنظمة حيث أصبحت أربعة عشرة سوقا.¹¹⁰ كما يلاحظ من خلال تطورات الأسواق المالية العربية قد قامت بإجراء إصلاحات هيكلية على أسواقها ومازالت مستمرة لبلوغ أهدافها، وأهم هذه الإصلاحات هو الفصل بين الهيئة الرقابية عن الهيئة التنفيذية للسوق. وحول أداء الأسواق للأوراق المالية العربية تشير الإحصائيات المتوفرة عنها تشير الإحصائيات المتوفرة حول هذه الأسواق بموجب قاعدة البيانات التي يصدرها صندوق النقد العربي الذي شهد عام 1995 الانطلاقة الفعلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية وذلك بمشاركة الأسواق المالية في قاعدة البيانات وهي:

- سوق عمان المالي بالأردن.
- بورصة البحرين.
- بورصة السعودية.
- بورصة الكويت.
- بورصة دار البيضاء بالمغرب.
- بورصة تونس.

¹¹⁰ سوق أبو ظبي للأوراق المالية، بورصة عمان الأردنية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة القيم المتقولة لدار البيضاء المغربية، بورصة الجزائر، بورصة الأوراق المالية بتونس، سوق دبي المالي، سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الدوحة للأوراق المالية بقطر، بورصة بيروت لبنانية بورصة القاهرة والإسكندرية بمصر

- بورصة مسقط.

- البورصة المصرية.

ويهدف الصندوق من وراء إنشاء قاعدة البيانات إلى تحقيق هدفين، الأولي جمع البيانات الموثوقة عن نشاط أسواق الأوراق المالية العربية ومعالجتها بصورة منسقة ومنظمة وإعداد مؤشرات أداء هذه الأسواق باستخدام منهجية موحدة ونشرها بصورة دورية ومنظمة.

أما الهدف الثاني فهو المساهمة من خلال قاعدة البيانات في تنمية الوعي الاستثماري في هذه الأسواق ودورها التنموي والاقتصادي وتمكين المستثمرين منها من اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة.⁽²⁾ وسوف نستعين بقاعدة بيانات صندوق النقد العربي^(*) لدراسة أداء أسواق الأوراق المالية العربية.

وهذا من خلال تغيرات المؤشرات المالية:

- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي.

- عدد الشركات المدرجة.

- القيمة السوقية.

- أحجام التداول.

- عدد الأسهم المتداولة.

وقبل تناول هذه العناصر يجب الإشارة إلى منهجية احتساب مؤشر صندوق النقد العربي

لأسواق الأوراق المالية العربية^(**) وفقاً للمنهجية التالية:⁽¹⁾

(2) ملخص دراسة مقدمة إلى ندوة أسواق المالية التي ينظمها مركز الشرق الأوسط للأوراق المالية والتدريب البحريني والمستثمرين بالتنسيق مع سوق أبو ظبي وسوق دبي المالي 11-13 ديسمبر 2000 تحت عنوان تطوير قطاع الأوراق المالية في الدول العربية

^(*) تأسس صندوق النقد العربي عام 1976 وبدأ في ممارسة نشاطه 1977، عدد الدول الأعضاء فيه 21 دولة عربية وهي: الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الجزائر، تونس، المغرب، جيبوتي، السعودية، سوريا، السودان، الصومال، العراق، سلطنة عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، اليمن، ويهدف هذا الصندوق الذي يقع مقره في مدينة أبو ظبي الإمارات العربية إلى تحقيق الأغراض الرئيسية التالية:

- تصحيح الاختلال في موازين المدفوعات للدول الأعضاء والعمل على إزالة القيود على المدفوعات الجارية في ما بين هذه الدول.

- إرساء أساليب التعاون النقدي فيما بين الدول العربية والعمل على تهيئة الظروف المؤدية إلى إنشاء عملة عربية موحدة وتنسيق مواقف هذه الدول في مواجهة المشكلات النقدية والاقتصادية الدولية.

- تطوير الأسواق الأوراق المالية العربية.

- إبداء المشورة فيما يتصل بالسياسات الاستثمارية الخارجية للموارد النقدية للدول الأعضاء.

- تعزيز المبادلات التجارية بنسبة الأعضاء.

^(**) للمزيد من التفاصيل حول مفهوم المؤشر وطرق حسابه وبعض النماذج في أسواق الأوراق المالية الأمريكية والأوروبية والآسيوية راجع ص: 80.

- يتم ترجيح مؤشر الصندوق بالقيمة السوقية، ويتم قياس التغير في قيمة المكونات، معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف الأسهم من المؤشر.
- الصيغة الرياضية: تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل والصيغة العامة للمؤشر هي عندما تكون: $i > 1$.

$$X_i = \frac{M_i}{B_i} * 100 \quad B_i = B_{i-1} * \frac{M_i}{M_{i-1}}$$

عندما تكون $i = 1$

$$X_i = 100 \quad B_i = M_i$$

حيث أن:

$$X_i = \text{المؤشر عند الفترة } i$$

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

M_i = القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i

$\overline{M_i}$ = القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم)

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

والقيمة السوقية لكل سهم: $P_i * n_i$ حيث:

P_i = آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i

N_i = عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i

القيمة السوقية المعدلة: يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة ($\overline{M_i}$) عن الفترة i بموجب الصيغة التالية:

$$\overline{M_i} = (M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1})$$

حيث أن:

I_i = القيمة السوقية لإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i . وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق

المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

R_i = القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i ، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

N_i = القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال i .

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

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات

المدرجة في السوق.

(1) صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية، نشرة لفصيلة الربع الأول 2004، العدد 37، ص ص: 87 36.

المؤشرات لكل دولة بالدولار الأمريكي: تستخدم الصيغ أعلاه لاحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملة المحلية لكل دولة. ويحتسب الصندوق مؤشرات بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

المؤشر المركب: يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في أربع عشر سوقاً السالفة الذكر. ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر لكل دولة على حدي وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول التسعة وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملة المحلية.

طريقة اختيار العينات: يتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:

- القيمة السوقية وتساوي سعر الإغلاق السهم الشركة في نهاية الفترة.
- معدل دوران السهم ويساوي قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة/ القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة.
- حيث القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها هي عدد الأسهم المكتتب بها مضروب بسعر إغلاق سهم الشركة في نهاية الفترة.
- تصنيف الشركات قطاعياً.

يتضمن مؤشر الأسهم نشطة التداول والممثلة بصورة كبيرة للقطاعات المختلفة والتي تشكل مجمل قيمتها السوقية حوالي 70% على الأقل من إجمالي القيمة السوقية في نهاية كل عام. وتتم مراجعة الأسهم المدرجة في عينة المؤشر بشكل دوري للتأكد من موافقتها لهذه الشروط.

وسيتم عرض أداء أسواق الأوراق المالية العربية كما يلي:

1- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال سنة 1999⁽¹⁾

لقد أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في نهاية عام 1999 تحسناً في الأداء العام لهذه الأسواق إذ ارتفع المؤشر مقارنة مع عام 1998 بنسبة 9.8% ويعود هذا التحسن إلى الأداء المميز لأسواق الأوراق المالية في كل من السعودية ومصر وتونس ذلك أن مؤشرات أسعار الأسهم في باقي الأسواق شهدت انخفاضاً خلال العام.

- إذ ارتفع مؤشر الصندوق الخاص بسوق الأسهم السعودي بنسبة 31.7% بسبب ارتفاع أسعار النفط وكذا الإجراءات التي اتخذتها السلطات لتعميق السوق وتطويره ومنها السماح للأجانب بالاستثمار في صناديق الأسهم المحلية البالغة اثنا عشر سوقاً وامتثالها لإنشاء جهاز جديد لتنظيم السوق الذي يتوقع له أن يوفر المزيد من الشفافية.

- كما ارتفع مؤشر الصندوق الخاص بسوق المال بمصر بنسبة 6.9% وذلك نتيجة لإجراءات التي اتخذتها بهدف تعزيز الشفافية وتقليل المخاطر وحماية الأسعار من التلاعب.

⁽¹⁾صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد: 2000، صص 127-129

- وارتفاع مؤشر الأسعار الخاص بسوق تونس بالأوراق المالية بنسبة 6.4% عاكسا بذلك الأداء والأرباح الجيدة لشركات المدرجة فيه.

ومن جهة أخرى تراجعت أسعار أسهم باقي أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في القاعدة.*

- إذ سجلت بورصة بيروت الأوراق المالية أعلى انخفاض بلغت نسبته 21.9% وذلك نتيجة لتباطؤ النمو الاقتصادي وارتفاع الفوائد المصرفية بالإضافة إلى الأزمة العقارية التي أثرت على شركة سوليدير SOULIDER وهي كبرى الشركات اللبنانية.

- أما في المرتبة الثانية من حيث الانخفاض جاءت بورصة القيم المنقولة بدار البيضاء ثم سوق مسقط وبشكل عام تعاني هذه الأسواق من قلة السيولة المتاحة نتيجة ارتفاع معدل الفوائد المحلية وأيضاً انخفاض ربحية الشركات بالإضافة إلى ارتفاع كلفة المعاملات.

- وقد شهرت أحجام أسواق الأوراق المالية العربية تحسناً كبيراً فقد ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق بنسبة 21.5% لتبلغ في نهاية عام 1999م حوالي 149.4 مليار دولار كما ارتفعت عدد الشركات المدرجة فيها إلى 1634 شركة

- وتجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي تشكل نسبة 41% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية حيث ارتفعت خلال هذا العام بنسبة 43% لتبلغ حوالي 61.1 مليار دولار

- وجاء في المرتبة الثانية سوق المال بمصر إذ تبلغ قيمته السوقية حوالي 33 مليار دولار

- في المرتبة الثالثة نجد سوق الكويت للأوراق المالية بقيمة 20.2 مليار دولار

ومن جهة أخرى تعتبر بورصة بيروت من أصغر أسواق الأوراق المالية العربية حيث بلغت قيمتها السوقية في نهاية عام 1999 حوالي 1.9 مليار دولار، ثم بورصة تونس 2.6 مليار دولار ثم سوق مسقط للأوراق المالية بحوالي 4.3 مليار دولار.

وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة فقد احتل سوق المال بمصر الترتيب الأول بواقع 1033 شركة وشكل هذا العدد ما نسبته 63.2% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية وجاءت بورصة عمان للأوراق المالية في المرتبة الثانية بواقع 152 شركة ثم سوق مسقط للأوراق المالية بواقع 140 شركة.

وفيما يتعلق بأحجام التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداول في أسواق الأوراق المالية العربية بنسبة طفيفة بلغت 0.2% لتبلغ 35.6 مليار دولار وقد ارتفعت فيه التعاملات في أربعة أسواق مالية وهي: تونس، مصر، المغرب السعودية في حين انخفضت في باقي الأسواق خاصة

(* أسواق الأوراق المالية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي لسنة 1999 هي: السعودية، مصر، تونس، بيروت، دار البيضاء، مسقط الأردن، البحرين

بورصة بيروت بنسبة 73.1% وسوق مسقط بنسبة 70% ثم سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 25.1%

أما عن عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت نسبة 25.1% ليلبلغ حوالي 11.9 مليار سهم، وعلى الرغم من ارتفاع هذه النسبة في بعض الأسواق العربية خلال عام 1999 إلا أن انخفاض عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية كان له الأثر الكبير في انخفاض النسبة الإجمالية ويشكل عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت نسبة 80% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في جميع أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة علما بأن هذا العدد انخفض بنسبة 32% وبلغ في عام 1999 حوالي 9.5 مليار سهم، والجدول أدناه يوضح كل التغيرات السابقة الذكر.

جدول رقم (20): تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1994-1999

البيان	1994	1995	1996	1997	1998	1999	نسبة لتغيير بين 1998-1999
القيمة لسوقية مليون \$	72523.66	84.564.83	107.766.47	145.186.91	122.971.53	149.400.43	21.49
قيمة الأسهم لمتداولة مليون \$	10.513.17	14.988.24	30.529.62	63.834.75	35.536.37	35.594.16	0.16
عدد الأسهم لمتداولة مليون سهم	30150.05	9.590.30	26.621.45	35.856.03	15.837.26	11.865.52	25.08
عدد لشركت لمتدرجة	1089	1081	1091	1184	1446	1634	13
معدل دوران الأسهم %	14.49	17.71	28.28	43.90	28.92	23.86	-17.48
لمؤشر لمركب للصندوق	100	108.30	119.93	138.45	104.12	114.3	9.78

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص: 129.

2- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال سنة 2000⁽¹⁾

أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعاً في الأداء العام لأسواق الأوراق المالية العربية للمشاركة في لقاعدة في نهاية عام 2000، إذ انخفضت بنسبة 10.6% مقارنة مع عام 1999 ومن الملاحظ انخفاض مؤشرات أسعار الصندوق الخاصة بهذه الأسواق باستثناء مؤشر الأسعار لسوق الأسهم السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية اللذين ارتقعا بنسبة 11.3% و 7.2% على التوالي وقد بلغت هذه الانخفاضات أعلاه في مؤشر أسعار الصندوق الخاص بسوق المال بمصر إذ انخفضت بنسبة 45.8% وهذا راجع إلى انخفاض الجنيه المصري مقابل الدولار خلال هذا العام وكما نعلم أن مؤشرات الصندوق يتم احتسابها مقومة بالدولار

- أما فيما يتعلق بأحكام أسواق الأوراق المالية العربية انخفضت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق بنسبة 0.7% لتبلغ في نهاية عام 2000 حوالي 148.2 مليار دولار مقارنة مع 149.2 مليار دولار في نهاية عام 1999 باستثناء الأسواق في كل

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد: 2001، ص ص: 242-244.

من السعودية في كل من السعودية، الكويت، تونس وتجدر الإشارة إلى أن القيمة الصوفية لهذه الأسواق قد استحوذت قربة 60% من القيمة السوقية الإجمالية لأسواق المالية العربية المدرجة في القاعدة بالنسبة لعدد الشركات المدرجة فقد ارتفع هذا العدد خلال عام ليبلغ حوالي 1672 وذلك كمحصلة لإضافة وشطب وتنماج بعض الشركات المدرجة في هذه الأسواق ويبقى يحتفظ سوق المال المصري بمركز الصدارة من حيث عدد الشركات إذ بلغ 1071 شركة ليصبح يشكل 64% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية وتأتي بورصة عمان في المرتبة الثانية بواقع 163 شركة ثم سوق مسقط للأوراق المالية بواقع 131 شركة.

- أحجام التداول: عرفت أسواق الأوراق المالية العربية ارتفاعا في أحجام التداول خلال عام 2000 مقارنة مع العام الماضي فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 2.6% لتبلغ حوالي 36.5 مليار دولار مقارنة مع 35.6 مليار دولار خلال عام 1999 وقد ارتفعت قيمة التعاملات في أربعة أسواق مالية وهي: تونس، مصر، السعودية بما نسبته 50.2% و30.9% و21.3% و14.8% على التوالي في حين انخفضت في باقي الأسواق وسجل أعلى انخفاض له بورصة القيم المتقولة لدار البيضاء بنسبة 52% ثم سوق البحرين للأوراق المالية بنسبة 44.8%

أما فيما يتعلق عدد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال عام 2000 بنسبة 23.5% ليلعب حوالي 9.1 مليار سهم ويرجع هذا الانخفاض بشكل أساسي إلى انخفاض عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 28.8% ويشكل عدد الأسهم المتداولة في هذا السوق ما نسبته 74.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في جميع أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في القاعدة. وفيما يلي الجدول الذي يعكس هذه التغيرات السالفة الذكر.

الجدول رقم (21): تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 1999-2000

البيان	1999	2000
القيمة السوقية مليون دولار	149400.43	148158.37
قيمة الأسهم المتداولة مليون دولار	35594.16	36.538.93
عدد الأسهم المتداولة مليون سهم	11865.52	9073.07
عدد الشركات المدرجة	1634	1678
معدل دورات الأسهم %	23.86	24.66
المؤشر المركب للصندوق	114.3	102.21

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2001 ص 243.

3 - تطورات أداء الأسواق المالية العربية خلال سنة 2001⁽¹⁾

أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في نهاية عام 2001 تراجعاً في الأداء العام للأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة فقد انخفض المؤشر بـ 1.1% مقارنة مع عام 2000.

- وبالنسبة لأداء الأسواق فرادي فقد انخفضت خلال 2001 مؤشرات ستة أسواق عربية من نسبة الأسواق التسعة المشاركة في قاعدة البيانات^(*) أسواق الأوراق المالية العربية، فقد سجل سوق المال بمصر خلال هذا العام أعلى انخفاض وبما يقارب 34% تلتها بورصة بيروت ثم سوق مسقط الأوراق المالية 30% و 27.7% على التوالي ويرجع انخفاض الأسعار في سوق المال بمصر إلى ضعف أداء شركات المدرجة في السوق بالإضافة إلى تخفيض سعر الجنيه مقابل الدولار الأمريكي خلال عام 2001 أما بالنسبة لسوق مسقط للأوراق المالية فيرجع التراجع في أدائه بشكل أساسي إلى تراجع قطاع البنوك نتيجة لتدني أرباحه وخاصة في ظل ارتفاع حجم القروض الهالكة.

- وبالمقابل ارتفع مؤشر الصندوق الذي يحتسبه لسوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 31.3%، وفي البورصة عمان بلغ 25% ولسوق الأسهم السعودي 1% كما ارتفعت المؤشرات المحلية التي تحتسبها هذه الأسواق بنسبة 26.8% في سوق الكويت 29.8% في بورصة عمان و 7.6% في سوق الأسهم السعودي ويرجع أسباب التحسين إلى انخفاض أسعار الفائدة على العملة المحلية بالإضافة إلى تحسن نتائج الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

- القيمة السوقية فيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسواق المال العربية المدرجة في القاعدة فإنه على الرغم من انخفاض الأسعار فقد ارتفعت هذه القيمة خلال عام 2001 بـ 2.8% لتبلغ 152 مليار دولار، حيث سجلت أعلى ارتفاع في سوق الكويت بـ 34.3% وتلاه بورصة عمان 27.7% أما في سوق مسقط فإنه عرف أعلى انخفاض 25.1% ثم بورصة بيروت 21.1%

أما في ما يتعلق بعدد الشركات المدرجة فقد ارتفع خلال 2001 إلى 1687 شركة وفيما يتعلق بقيمة الأسهم المتداولة في أسواق المالية العربية فقد ارتفعت 16.8% لتبلغ حوالي 42.7% مليار دولار وارتفع بذلك متوسط التداول اليومي لهذه الأسواق إلى 620.5 مليون دولار مقابل 556.6 مليون دولار في سنة 2000

كذلك ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2001 بنسبة كبيرة ليبلغ 23.5 مليار سهم مقارنة 9.1 مليار سهم خلال عام 2000 وقد نجم هذا الارتفاع بشكل أساسي عن ارتفاع عدد الأسهم المتداولة لسوق الكويت إذ ارتفع خلال هذا العام بنسبة كبيرة بلغت 20.8% وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم

⁽¹⁾ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص: 112-125.

^(*) أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة التسعة في قاعدة البيانات خلال عام 2001 هي الأردن، البحرين، تونس، السعودية، سلطنة عمان، الكويت، لبنان، مصر، المغرب

المتداولة في هذا السوق يشكل ما يقارب 88.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في القاعدة، والجدول التالي يوضح ما سبق ذكره من تغيرات.

جدول رقم (22): تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2001-2000

البيان	2000	2001
القيمة السوقية مليون دولار	148158.37	152230.05
قيمة الأسهم المتداولة مليون دولار	36538.93	42687.85
عدد الأسهم المتداولة مليون سهم	9073.07	23522.53
عدد الشركات المدرجة	1678	1687
معدل دورت الأسهم %	24.66	28.04
مؤشر المركب للصندوق	102.21	101.08

المصدر: صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص: 124

4- أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002⁽¹⁾

استمر أداء أسواق الأوراق المالية العربية في التحسن للعام الثاني على التوالي فقد أظهر المؤشر المركب للصندوق الخاص بهذه الأسواق في نهاية 2002 تحسن في الأداء العام بلغت نسبته 0.6% بالمقارنة مع عام 2001

أما بالنسبة لأداء أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفعت في نهاية عام 2002 مؤشرات الأسعار لتسعة أسواق عربية من بين اثنا عشر سوقاً^(*) المشاركة في قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية بالصندوق. فقد سجل سوق الدوحة للأوراق المالية في نهاية العام ارتفاعاً بلغ 35.3% وهو أعلى ارتفاع في أسواق الأوراق المالية العربية ثم يليه سوق مسقط ب 31% في المرتبة الثانية ثم سوق دبي المالي ب 20.9% وبالمقابل سجل أداء بورصة تونس انخفاضاً بلغ 6.2% وهو أعلى انخفاض ثم جاء في المرتبة الثانية من حيث الانخفاض بورصة عمان 5.1% ثم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ب 0.2% وفي ما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بـ 37% لتبلغ في نهاية عام 2002 حوالي 208.9 مليار دولار ويرجع هذا الارتفاع إلى عوامل نذكر منها انضمام 03 أسواق مالية وهي: سوق أبو ظبي، سوق الدوحة وسوق دبي المالي إلى قاعدة البيانات خلال عام 2002

⁽¹⁾ صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص: 18-20.

^(*) الأسواق أوراق المالية العربية التي دخلت قاعدة البيانات هي: سوق أبو ظبي، سوق الدوحة، سوق دبي، لتصبح قاعدة البيانات تضم إثنتا عشرة سوق.

وتجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية في سوق أبو ظبي بلغت في نهاية 2002 حوالي 20.4 مليار دولار وفي سوق الدوحة حوالي 10.6 مليار دولار وفي سوق دبي بلغت حوالي 9.5 مليار دولار، أضف إلى ذلك ارتفاع عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق ليصبح 1826 شركة مقابل 1687 شركة في عام 2001 - أما فيما يتعلق بأحجام التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002 لتبلغ 65.4 مليار دولار أي بزيادة 53.2% عن عام 2001 ونتيجة لذلك الارتفاع، ارتفع متوسط التداول اليومي في هذه الأسواق إلى 955.1 مليون دولار مقابل 620.5 مليون دولار خلال الفترة نفسها.

- كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2002 ليلبلغ 46.1 مليار سهم بزيادة نسبتها 2% مقارنة مع عام 2001 فقد واصل عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت وللعام الثاني ارتفاع ملحوظ وذلك بنسبة 102.5% عام 2001 وتشكل كمية الأسهم المتداولة في سوق الكويت ما يعادل 91.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعدة البيانات.

5 - أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2003⁽¹⁾

أظهر المؤشر المركب الذي يحتسبه الصندوق لقياس أداء هذه الأسواق في نهاية عام 2003 مقارنة مع عام 2002 ارتفاعا كبيرا بلغت نسبته 40.9% ليلبلغ 141.9% نقطة ويعتبر هذا المستوى أعلى مستوى بلغه مؤشر الصندوق منذ أن بدأ في احتسابه لعام 1994.

- أما بالنسبة لأداء أسواق الأوراق المالية العربية بشكل فردي فقد ارتفعت مؤشرات الأسواق المالية الأربعة عشر المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بعد إضافة بورصة الجزائر وبورصة الخرطوم بنسب متفاوتة باستثناء مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية الذي انخفض 2.3% وقد سجل سوق الكويت للأوراق المالية أعلى ارتفاع إذ بلغت 101.7% تلتها بورصة عمان بارتفاع بلغ 61.7% ثم سوق الدوحة وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بارتفاع بلغت 54.8% و 53.9% على التوالي

أما بالنسبة لأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بشكل كبير إذ بلغت في نهاية عام 2003 ما يقارب 361.8 مليار دولار مقابل 208.9 مليار دولار في نهاية عام 2002 أي بنسبة ارتفاع بلغت 73.2% وقد سجلت القيمة السوقية لسوق الدوحة للأوراق المالية أعلى ارتفاع حيث بلغت نسبة 152.7% وجاء سوق الأسهم السعودي في المرتبة الثانية من حيث الارتفاع وذلك بنسبة 110% ويرجع الارتفاع الكبير في القيمة السوقية لعام 2003 إلى عدة عوامل من أهمها ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة بشكل كبير وخاصة في السعودية والكويت وقطر ومصر نتيجة لزيادة أرباحها وتوقعات المستثمرين بمواصلة نتائجها الجيدة وحصول البعض منها على عقود لعمليات إعادة الاستثمار للعراق واحتمال حصول بعض الشركات الكويتية على تعويضات من العراق.

كما يرجع ارتفاع القيمة السوقية إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق المالية العربية وكبر حجم الشركات التي أدرجت في هذه الأسواق وعلى السبيل شركة الاتصالات السعودية التي تمثل قيمتها السوقية ما نسبته 21.5% من القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي والذي يمثل بدوره كما في نهاية

⁽¹⁾ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004 ص ص: 18-20.

عام 2002 ما نسبته 43.48% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية كذلك إدراج شركات الاتصالات في كل من الأردن، قطر والإمارات وغيرها من الشركات ذات الحجم الكبير نسبيا وفيما يتعلق بأحجام التداول فقد شهدت خلال عام 2003 ارتفاعا كبيرا مقارنة مع العام السابق فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية 252.4% لتبلغ نحو 230.4 مليار دولار مقابل 65.4 مليار دولار خلال عام 2002 وقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي أعلى ارتفاع مقارنة مع الأسواق الأخرى إذ بلغت نسبته 414.5% لتبلغ قيمة الأسهم المتداولة في هذا السوق ما يقارب 160 مليار دولار أي ما نسبته 69% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية وجاء في الترتيب الثاني من حيث الارتفاع سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة ارتفاع بلغت 264.7% ثم سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة ارتفاع بلغت 176.5%.

أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفع بـ 37.5% ليبلغ خلال عام 2003 نحو 63.4 مليار سهم مقابل 46.1 مليار سهم خلال عام 2002 وقد احتل سوق أبو ظبي للأوراق المالية الترتيب الأول من حيث الارتفاع إذ بلغت نسبته 283.4% تلاه سوق الأسهم السعودي بنسبة 220.6% كما سجل سوق الكويت للأوراق المالية ارتفاعا في عدد أسهمه المتداولة بلغت نسبته 78% ليبلغ حوالي 49.6 مليار سهم خلال عام 2003، وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية قد شكل خلال هذا العام ما نسبته 78.2% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية.

وللتوضيح أكثر حول أداء وتطورات أسواق الأوراق المالية العربية فرادى، تم وضع جداول إحصائية ضمن قائمة الملاحق تعكس تطورات هذه الاسواق من خلال المؤشرات البورصية مرتبة ترتيبا تنازليا. (*)

(*) أنظر الجداول رقم 05-01 المتواجدة في الملحق.

خلاصة الفصل الرابع

نظرا للدور الكبير الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية كأسلوب حديث للتمويل أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير مثل هذه الأسواق، إذ استحوذت قضية تطوير أسواق الأوراق المالية اهتماما واسعا من قبل حكومات الدول العربية، إذ تختلف فترات تأسيس أسواق الأوراق المالية العربية فمنها من نشأ في فترة الاستعمار ومنها من نشأ بعد الاستقلال، كما تختلف من حيث درجة التطور حيث تميز بين البورصات الأكثر نشاطا مما أهلها إلى أن تكون بين البورصات الناشئة مثل بورصتي الأردن وتونس، وبورصات أخرى ذات أداء متوسط، أخرى مازالت في بدايتها، ويرجع ذلك إلى خصائص كل سوق، كما عملت الدول العربية على تقوية الأطر التشريعية والرقابية، كما عملت على زيادة الشفافية وتوفير المعلومات وكذا تطوير أنظمة التداول والتسوية والحفظ المركزي، كما عملت على تشجيع عمليات الخصخصة وتوسيعها مع تهيئة الأرضية لاستقبال الاستثمار الأجنبي، فسجلت نتيجة هذا تحسن في أداءها، إلا أنّ درجة هذا التحسن تختلف من فترة إلى أخرى ومن سوق لآخر. وهو أمر طبيعي نظرا للتباينات الموجودة في اقتصاديات العربية، إذ ينقسم الوطن العربي إلى دول ذات فائض مالي ودول أخرى ذات عجز، فصاحبة الفائض لا تجد استخدامات كفأة لها في المنطقة العربية ولذلك تخرج هذه الفوائض إلى الأسواق المالية العالمية، ودول العجز لم تتجح في اجتذاب نسبة كافية من الموارد العربية، كما لم تتجح في اجتذاب الأموال من الأسواق العالمية، وما يسجل على جهود العربية المبذولة لتطوير أسواق الأوراق المالية إلا أنها غير كافية، فاتخاذ تلك الإصلاحات قد لا يساهم في تحقيق الاستفادة من مزايا الواسعة لهذه الأسواق خاصة في حالة الاقتصاديات والأسواق الصغيرة، هذا بالإضافة إلى عوامل أخرى تشكل عوائق تقف أمام النهوض بأسواق الأوراق المالية العربية سنتعرف عليها في الفصل الموالي.

الفصل الخامس
معوقات أسواق الأوراق
المالية العربية

الفصل الخامس: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

بالرغم من تمتع أسواق الأوراق المالية العربية بإمكانيات كبيرة للتطور، إلا أنها تختلف كثيرا فيما بينها، وذلك من حيث: الأطر القانونية، وبناء المؤسسات الضرورية، وتأسيس هيكليات اقتصادية متينة. وتنقسم أسواق الأوراق المالية العربية إلى ثلاثة مجموعات متباينة ولكل منها ظروف واحتياجات مختلفة⁽¹⁾

- **المجموعة الأولى:** وتضم البلدان التي تتمتع بأسواق مختلفة منظمة، وتعمل في إطار عمل تشريعي ومؤسسي متكامل للسوق.
- **المجموعة الثانية:** وهي التي تنتم أوضاعها الاقتصادية بنوعية ونشاط كافيين لإنشاء أسواق مالية نشطة، لكنها تفتقر إلى الأطر القانونية والمؤسسة المتكاملة.
- **المجموعة الثالثة:** وهي تفتقر إلى النوعية، والحجم الكافي من النشاط الاقتصادي والتجاري الذي يبرر قيام أسواق مالية محلية متطورة.

ظلت بورصات الأوراق المالية العربية رغم حداثة بعضها تبحث عن مكان مناسب في أسواق الأوراق المالية الدولية، بل وحتى بين الأسواق الناشئة، وتعرضت البورصات العريقة منها خلال السنوات الأخيرة إلى الإصلاح والتحديث (البورصة الأردنية والبورصة المصرية)، فقد قامت هذه البورصات على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، ولكن أداءها يكشف أنها تواجه مجموعة من المعوقات التي ساهمت بتعقيد وضعها الراهن، وبمستوى تطور يختلف من سوق إلى آخر في كثير من الحالات، وإلى وقت قريب كانت تعاني من تذبذب السياسات الاقتصادية، وعدم استخدام مكوناتها، كغيرها من البورصات، من أن تلعب دورا في تحديث إطارها العام، ومن أن تجاوز ما آلت إليه أوضاعها الراهنة. إن التغيرات التي شهدتها حركة إصلاح البورصات العربية تعكس التوجهات الاقتصادية والسياسية لبرامج التثبيت الهيكلي التي تضمن تنمية أسواق رأس المال وتؤهّلها إلى مواكبة سياسات الخصخصة والتحول في الإصلاح الاقتصادي من القطاع العام إلى القطاع الخاص.

ومن المؤكد انه، على الرغم من حداثة نشأة أسواق الأوراق المالية العربية، وعلى الرغم من التطورات العديدة التي شهدتها، ومن التعاون التجاري الخاص بها، ومن اختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية القانونية لكل منها، فإن لهذه الأسواق جميعها سمة أساسية تتمثل في كونها أسواقا نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، ومما زاد في إنها صغيرة الحجم، ضيقة النطاق، تستحوذ المصارف على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية.

(1) صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، 2003، ص ص: 58-59.

ولمعرفة معوقات أسواق الأوراق المالية العربية يكفي أن تقوم بإجراء مقارنة بين المقومات الفعالة لإنشاء أسواق الأوراق المالية وبين الواقع العملي، وهي مقارنة تؤكد أن هناك فروقا كبيرة ومتعددة لا تقلص من دور أسواق الأوراق المالية العربية، وإنما تعوق أسواق الأوراق المالية.

ولقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- معوقات تنظيمية وغياب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية؛
- معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي؛
- معوقات بورصة الجزائر.

المبحث الأول: معوقات تنظيمية وغياب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

رغم أن الكثير من الدول العربية تمتلك أسواقا منتظمة إلا أن القوانين المنظمة للأسواق الأولية، لا تساير الواقع الاقتصادي، والدليل على ذلك أن معظم الدول العربية ما زالت عن طريق السلطات المختصة تعيد النظر في هذه القوانين من أجل تحديدها كلياً أو جزئياً بما يتماشى واقتصادها من جهة وبين ما تصبو إليه من جهة أخرى.

أما الأسواق الثانوية فإنها لا تزال غير منتظمة في بعض الدول العربية، وأنها في البعض الآخر منظمة تنظيمياً جزئياً أو غير متكامل^(*)

وبالتالي فإن هذه الأسواق تفتقر للقواعد والضوابط التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، وإلى القواعد التي تسهل المعاملات، كما أنها تفتقر إلى الضوابط التشريعية التي توفر الحماية اللازمة للمتعاملين، كما أن بعضها الآخر لا يزال في مرحلة الإنشاء مما يستلزم انقضاء فترة زمنية مناسبة للإشياء أولاً، وفترة زمنية أخرى للتنظيم، وفترة ثالثة لكي يأخذ التنظيم فرصته في التطبيق والاستقرار.

ولا شك أن غياب الترابط بين بعض أسواق الأوراق المالية العربية وبين مكاتب السمسرة، وغيرها من الأجهزة، لا يسهل عملية الاتصال السريع وما تتطلبه عمليات التداول والتسديد من سرعة اتخاذ القرار، وإنما تقوم هذه الأجهزة إن وجدت أصلاً بالإبطاء والتريث فترة زمنية معتبرة، وهو ما يمنع الأسواق من أن تتفاعل مع الأحداث لحظة جريانها وليس بعد فوات الأوان.

ومن جهة أخرى فإن عدم ترابط أسواق الأوراق المالية فيما بينها من ناحية، وبين أسواق الأوراق المالية الدولية من جهة أخرى يمنعها من أن تحقق ما هو مطلوب منها، وهكذا تتراكم أمامها المشاكل وتتضاعف المعوقات.

كما أن ضيق الطاقة الاستيعابية لرؤوس الأموال في البلدان العربية، التي أقيمت فيها هذه الأسواق، عقبة حقيقية أمام تطور أساليب الإدارة المالية وصغر حجم الاقتصاديات العربية.

ويضاف إلى ذلك سلسلة من القيود الكثيرة، والرقابة المتشددة التي تفرضها السلطات النقدية والمالية العربية على تداول الأوراق المالية بين الحين والآخر، وتدخلها في بعض الأحيان بسبب أو من دون سبب يشكل عائقاً آخر يمنع الأسواق من أن تقوم بواجبها في الإصلاح الاقتصادي المطلوب.

ومما لا ريب فيه أن عدم وجود جهة تنظيمية مستقلة، في بعض أسواق الأوراق المالية، تتمتع بصلاحيات وافية، مثل هيئة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الدول المتقدمة، التي تضع معايير أسس إفصاح الشركات عن بياناتها المالية، وتنظم أعمال السوق الأولية، ومن البديهي أن افتقار الأسواق

(*) إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية على المستوى الكلي أو الجزئي بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات للأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة كحقوق المتعاملين وعلى تسهيل وسرعة المعاملات مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية لتكيف مع المتغيرات المستجدة واستيعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار.

المالية العربية لوجود معايير أساسية تضبط الممارسة وتنظمها من أجل ضمان عدم التلاعب في تحديد مسبق لتوجهات الأسعار، وسوف نستعرض هذه المعوقات من خلال ثلاثة مطالب هي:

- معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية
- قصور آليات العمل بأسواق الأوراق المالية العربية
- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

المطلب الأول: معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية

على الرغم من التطورات في التشريعات والأنظمة التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات السابقة إلا أنه مازالت التشريعات في بعض الدول العربية تعاني من عدة أوجه قصور تعترض قدراتها على القيام بالدور المطلوب منها، وتقلل من فعاليتها، ويمكن عرض أوجه قصور هذه الأسواق من خلال أحد الباحثين في هذا المجال⁽¹⁾: من الملاحظ أن بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية قد تم إعدادها في مراحل معينة سابقة، وفق أطر نظرية لم تتوفر لها التجارب العلمية، وقد أدى ذلك إلى عدم قدرة هذه القوانين على مواكبة التطورات المستمرة، في أسواق الأوراق المالية الدولية.

ومن أمثلة ذلك أن التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية، وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى، ومن هنا فإن بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية:

وإذا عمدت بعض الدول العربية إلى تعديل بعض مواد القوانين فإن تراكم التعديلات قد أدى إلى تعرض القوانين للتغيرات المستمرة، ومن الطبيعي أن عدم ثبات القوانين لا يمكن أن يساعد على استقرار تلك القوانين من ناحية ويؤدي من ناحية ثانية إلى أن تتشعب القوانين وتتداخل فيما بينها مما يؤدي إلى الارتباك وبخاصة حين تتعارض تلك القوانين مع بعضها البعض فيصبح من الصعب التوفيق بين المواد المختلفة المتداخلة فيما بينها من جهة، والمتناقضة من جهة أخرى.

كما أن إصدار القرارات المنظمة لحالات معينة كلما دعت الحاجة إلى ذلك أدى إلى أن يعترض عمل هذه الأسواق في الكثير من الدول العربية تعدد القوانين ذات العلاقة، وعدم انسجامها مع بعضها البعض، إضافة إلى تعدد الجهات القائمة على تنفيذ هذه القوانين.

(1) أحمد البيطار، مرجع سبق ذكره، 2002، ص ص: 16-19.

ومن أوجه القصور في عدد من الدول العربية غياب التشريعات المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة.

ومن تلك الأوجه، أن الأسواق المالية في كثير من الدول العربية لا تزيد عن أن تكون وحدة تابعة للقطاع العام أو ملحق لإحدى جهاته، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا، ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتية، وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها كما يحب، وليس كما تريد هي وتحتاج. غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في تقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح كما أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية I.O.S.C.O وهي كما يلي:⁽¹⁾

* الأصول الواجب تضمينها في نشرة الإصدار.

- وصف الشركة المصدرة وعملها.

- تركيبة رأس المال الشركة.

- استعمال العائد من الإصدار.

- المعلومات المالية التي تحتوي على الميزانيات السنوية لثلاث سنوات.

- وصف الشركات التابعة إن وجدت.

- إدارة الشركة.

- تحديد هوية الأشخاص الذين يملكون 10% من أسهم الشركة.

- تسويق الأوراق المالية المصدرة.

- عوامل المخاطرة.

- نقصان في قيمة حقوق المساهمة.

* يجب أن تحتوي نشرة الإصدار على معلومات كاملة وصحيحة، ويجب أن تفرض عقوبات على كل جهة تنظم نشرة الإصدار خاطئة، أو بيانات تحتوي على معلومات مضللة.

* الإفصاح عن أي تغيير يطرأ على نشاط الشركة بما في ذلك النتائج المالية التي تؤثر فعليا على القيمة السوقية للسهم.

* إعداد البيانات المالية السنوية مدققة حسب الأصول خلال مدة لا تزيد عن ستة أشهر من انتهاء السنة المالية. ويتسم البعض الآخر منها بعدم الوضوح والانسجام وعدم القابلية للمقارنة، كذلك فإن بعض التشريعات لا تحدد الشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات ولا التي يجب أن يلتزم بها المدقق.

(1) أحمد البيطار، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 29.

كما أغفلت العدد من التشريعات في الدول العربية توفير الحماية اللازمة لهؤلاء المدققين كي يبدو الرأي في أوضاع الشركات والبيانات المالية بكل حياد واستقلال، مما أثر سلباً على الإفصاح وأضعف مستوى التدقيق.

- غياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بنشر بيانات نصف أو ربع سنوية، وحتى في بعض الدول التي تلزم هذه الشركات بذلك فإن صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان يأتي متأخراً نظراً لعدم تحديد فترات إصدارها.

وهذا هو ما يصنف أسواق الأوراق المالية العربية ذات الكفاءة الضعيفة. (*)

- غياب التشريعات التي تحدد إنشاء الأجهزة والآليات المساندة المستقلة مثل مؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ والإيداع المركزي وصناديق ضمان المعاملات وجمعية الوسطاء، كما أوصت به مجموعة الثلاثة للتسوية والمقايضة⁽¹⁾

- **التوصية الأولى:** مقارنة التداول في يوم التداول زائد يوم عمل واحد بعد التداول (t+1) لأنه يجب أن تتم كل مقارنات التداول للمتعاملين المباشرين (السماسرة والوكلاء) يوم واحد بعد التداول كحد أقصى.

- **التوصية الثانية:** مقارنة التداول غير المباشر للمتعاملين.

- يجب إتمام مقارنة معاملات المتعاملين غير المباشرين أي المستثمر المؤسسي ضمن نظام مقارنة التداول في السوق.

- **التوصية الثالثة:** تواجد مراكز حفظ وإيداع مركزية

يجب أن تملك كل دولة مركزاً متطوراً للحفظ والإيداع.

- **التوصية الرابعة:** تصفية النفقات، يجب أن تدرس كل دولة أحجام التداول ومكوناته في سوقها المالي لتحديد مدى إمكانية تطبيق نظام معين لتصفية التداول يساعد على تعزيز الكفاءة وابتقاء المخاطر، آخذاً في الاعتبار أنه إذا كان يمكن أن تتجح أنظمة التصفية المستمرة في الصفقات الكثيرة والمتعددة، فإنه لا يمكن تصفية كل صفقة على حدة إذا كانت الصفقات قليلة ومحدودة.

- **التوصية الخامسة:** التسليم بمقابل الدفع، يجب تطبيق مفهوم الدفع مقابل التسليم على جميع صفقات تداول الأوراق المالية وذلك لحماية المتعاملين.

- **التوصية السادسة:** تحصيل الائتمان في نفس اليوم، يجب أن تساعد طريقة الدفع باعة الأوراق المالية على تحصيل الأموال في نفس اليوم الذي تتم فيه عملية الدفع مقابل التسليم، ويرتبط ذلك بطبيعة نظام تسوية المدفوعات في كل بلد.

- **التوصية السابعة:** دورة التسليم النهائية يوم تداول زائد ثلاثة أيام عمل بعد التداول (t+3)، يجب أن تتم كافة إجراءات صفقة تداول الأوراق المالية بحد أقصى ثلاثة أيام عمل بعد يوم التبادل، وذلك لتجنب المخاطر التي قد تنتج عن تراجع أحد طرفين عن إتمام الصفقة.

(*) راجع مفهوم كفاءة الأسواق الأوراق المالية في المبحث الأول من الفصل الثاني، ص: 68.

(1) أحمد البيطار، مرجع سبق ذكره، 2002، ص ص: 32-34.

-**التوصية الثامنة:** افتراض الأوراق المالية وإقراضها، يجب العمل على تشجيع عمليات استئانة الأوراق المالية بين المتعاملين، وتوفير الظروف والشروط اللازمة لإنجاحها.

- **التوصية التاسعة:** استخدام معايير الجودة لمنظمة الجودة العالمية، وذلك فيما يتعلق بنماذج التداول.

- تفنقر التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات الترويج وضمن الاكتتاب، فهذه الشركات تعمل على عرض الأسهم على كافة عملائها، والترويج لها، إضافة إلى ضمان الاكتتاب الكامل للأسهم المطروحة، وتلعب دورا كبيرا في إنجاز عمليات الخصخصة، وبالتحديد في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

- تفنقر التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات تقدم خدمات التصنيف الائتماني والمؤسسات التي تتعلق بالإصدارات، وذلك لأن مثل هذه الخدمات يساهم في جذب المستثمرين ممن لا تتوفر لديهم الكثير من المعلومات عن قدرة المؤسسة المصدرة على الوفاء بالالتزامات، وتعمل مثل هذه المؤسسات على مساعدة الشركات على الحصول على التداول بتكاليف أقل، وخاصة الشركات ذات الملاءة المالية العالية.

- تقتصر التشريعات في الدول العربية على إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية فيما بينها، ولكن بعض التشريعات في بعض هذه الدول تمنع رعايا الدول العربية الأخرى من شراء الأسهم وامتلاكها حيث مازالت تفرض بعض القيود على الاستثمار الأجنبي.

- انعدام التنسيق بين مختلف التشريعات الخاصة بالأسواق المالية في الدول العربية مما يحد من قدرة هذه الأسواق على التكامل والترابط فيما بينها.

- على الرغم من قيام العديد من أسواق الأوراق المالية العربية بمكتبة أنظمة التداول لديها فان البعض الآخر منها لا يزال يستخدم أنظمة تداول يدوية، ومن المعروف أن الأنظمة اليدوية تتصف بعدم القدرة على تحقيق الكفاءة في عمليات البيع والشراء، وعلى عدم تحقيق العدالة بين المتعاملين.

- ويضاف إلى ما سبق، وجود تباين كبير في القواعد والنظم التي تحكم شروط إصدار القيم المنقولة، وكذا إدراجها في قيد الأسواق العربية، وكذا تباين طرق عمل هذه الأسواق، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، مع ما يرافقها من قصور عملي وجمود تشريعي، وإلى جانب هذا، فإنه غالبا ما تحمل التشريعات والتنظيمات الحالية للسوق الواحدة في طياتها الكثير من التناقضات، كما أن الهياكل التنظيمية للكثير منها غير مكتملة، وهي أمور يترتب عليها سوء أداء، مما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها⁽¹⁾

- تفنقر هذه الأسواق للضوابط والقواعد التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، وتسهيل المعاملات، وتوفير الحماية اللازمة للمتعامل، كما أن البعض الآخر منها لا يزال حديث العهد

(1) منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، توزيع منشأة المعارف، لإسكندرية، مصر، 1995، ص ص: 658-712.

- بالتنظيم، ومثال ذلك سوق الأوراق المالية في كل من اليمن وسوريا، ومن ثم فإنه يلزم انقضاء مدة زمنية مناسبة ليأخذ التنظيم حقه في التطبيق.⁽¹⁾
- ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية والهيكلية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية منها:⁽²⁾
- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي قصور التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة- أسهم عادية- وسندات.
 - افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.
 - أما المعوقات الهيكلية فإنها تتمثل فيما يلي:
 - عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط.
 - عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.
 - تأخر برامج الخصخصة في البلدان العربية.
 - افتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية من جهة وغياب المؤسسات المساعدة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم، مثل الشركات الصانعة للسوق⁽³⁾

المطلب الثاني: قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية

هناك مجموعة من العوائق تحد من العمل الجيد للأسواق المالية العربية وتتجلى فيما يلي:

-
- (1) مأمون إبراهيم حسن، أسواق الأوراق المالية العربية واقعها وإمكانيات تطويرها وربط فيما بينها، سلسلة الدراسات الاستثمارية (مطبوعة غير دورية)، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 1988، ص: 33-38.
- (2) صالح الدين حسن السيسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، دار عالم الكتاب، القاهرة، الطبعة الأولى 2003، ص74.
- (3) إبراهيم أحمد جركس، تحرير هناء عبد الغفار السامرائي وعماد عبد اللطيف سالم، تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية ودولية، الطبعة الأولى ببيت الحكمة، بغداد 2002، ص268.

- انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق⁽¹⁾

قبل توضيح هذه النقطة نطرح السؤال التالي: من هو صانع السوق؟ ولماذا صناعة الأسواق؟ بينما يعتبر الوسيط بالعمولة الأداة التي تقوم بمطالبة أوامر البيع والشراء الصادرة عن المشتريين، فإن على صانع السوق القيام بالإعلان عن أسعار البيع والشراء للورقة المالية الواحدة في وقت واحد، ويسمى الفرق بين البيع والشراء هامشا.

وصانع السوق بهذه الوظيفة لا ينتظر أوامر البيع والشراء لمطابقتها حسب رغبات المستثمرين، ولكنه يلتزم بأسعاره المعلن عنها فيما يتعلق بالأسهم، كالأسعار القابلة للتنفيذ الفوري إذا طلب منه أحد الوسطاء بالعمولة أو المستثمر ذاته.

ولما كان معظم تعامل صناع الأسواق إلكترونيا، فإن التنفيذ فيما يتعلق بالأسهم يتم أيضا بواسطة الكمبيوتر دون حاجة لاتصال مباشر، إلا إذا كانت أحجام التعامل المطلوبة تتجاوز الحجم المعروف من قبل صانع السوق الذين لا يعلنون فقط عن أسعار البيع والشراء للأوراق المالية، ولكنهم يحددون أيضا الكميات التي يكونون مستعدين لشرائها وبيعها بالأسعار المعلنة.

ومع أن صانع السوق يحتفظ بأوامر البيع والشراء صادرة عن الوسطاء أو المستثمرين بأسعار محددة سلفا حسب أنظمة الأسواق المختلفة، وأنه يمكنه بالتالي ملائمة أوامر البيع والشراء المحتفظ بها لديه إذا وصلت الأسعار إلى التطابق المطلوب، فإن حدوث هذا الأمر ليس ضروريا، وبالتالي فإن غياب أوامر الشراء أو البيع المحددة الأسعار سلفا يفرض على صانع السوق أن يشتري الورقة المالية أو يبيعها لحسابه الخاص، وأن يتحمل لذلك مخاطر تقلبات الأسعار، وبخاصة في ظروف التقلبات العنيفة.

ومع أن هامش السعر المعروف، والذي يمثل الفرق بين سعري البيع والشراء، يشكل نظريا الربح الذي يتقاضاه صانع السوق، إلا أن تغير الأسعار المستمر حتى في سوق مستقر يمكن أن يضيق هامش الربح لديه، لاسيما في سوق يخضع لقوانين العرض والطلب ومؤشرات المنافسة القادمة من صناع سوق آخرين، أو من وسطاء ومتاجرين في الأسواق، ومع أن القاعدة التي تحكم صناع السوق هي واحدة في جميع الأسواق، أي الإعلان عن عروض البيع والشراء في آن واحد، إلا أن الأسواق المختلفة تميز بين وظائف صناع السوق حسب ظروف تطور كل منها، كما أن الضوابط التي تحكم معاملاتهم تختلف من سوق إلى أخرى، وإن كان القاسم المشترك بينها هو التأكد من عدم طغيان مصلحة صانع السوق على مصلحة المستثمرين من خارج السوق.

ويمكن تلخيص نشاط صانع السوق في النقاط التالية:

- إضفاء مزيد من السهولة على الأسواق الثانوية للأوراق المالية خاصة حينما لا تتوفر أوامر الشراء والبيع في الوقت المحدد، ومن المعروف انه لا تتوفر هذه الأوامر في كل وقت بينما يمكن أن يتم الشراء أو البيع في كل وقت.

- يعمل صانع السوق على الاستقرار النسبي لاتجاهات الأسعار

(1) صالح الدين حسن السبيسي، مرجع سبق ذكره، 2003، ص ص: 92-94.

- يساعد صناع السوق على تدقيق المعلومات حول الأسعار واتجاهات الأسواق أمام المستثمرين. وإذا كان الهدف الأساسي لصناع السوق هو السعي نحو تحقيق الأرباح كوسيط متاجر بين المستثمرين، فإن عليه من أجل تحقيق هذا الهدف أن يقوم:

*باكتشاف فعلي للسعر الحقيقي لأنه هو الذي يعكس نقطة التوازن بين العرض والطلب في اللحظة المعينة.
*التأمين الفوري، أي تمكين المستثمرين من تنفيذ أوامر البيع والشراء حسب السعر الحقيقي للسوق كما هو معروض من صناع السوق دون حاجة لانتظار طرف مقابل لأمر البيع أو الشراء من خلال نظام الوساطة التقليدية.
ولنجاح صناعة الأسواق يجب توفر شروط وآليات كثيرة منها عوامل ذاتية ترتبط بصناع السوق وتتعلق بقدرتهم على تحقيق النجاح، وعوامل موضوعية تتمثل فيما يلي:

- توافر الضوابط والتعليمات التي تحمي أطراف عملية التداول.
- تهيئة الآليات الضرورية التي تجعل صناعة السوق ممكنة.
- توفير الحد الأدنى من المكنة الإلكترونية الضرورية لتدقيق المعلومات وشفافيتها.
- إتاحة التنافس الصحي لجمهور المتعاملين.

بعدما تعرفنا على صناعة السوق والهدف منها، البحث في قصور صناع السوق في أسواق الأوراق المالية العربية، وبصورة عامة، فإن الكثير منها تعاني من التقلب الشديد في الأسعار نتيجة لتقلب أحجام التداول. مما يجعل هذه الأسواق متقلبة نتيجة لقلّة الشركات الصانعة للسوق أو انعدامها. مما نتج عنه عجز هذه الأسواق عن تقديم الطمأنة الكاملة للمستثمر فيها، والتقلب في أحجام التداول يعني غياب السيولة عند هذه الأسواق في أحيان كثيرة، رغم أن بعض الأسواق مثل سوق الأردن قد تطور تطوراً معقولاً من خلال نظام الوساطة بالعمولة فقط دون أي انحراف حدي في معايير السيولة فيه، إلا أننا نرى أنه في ظروف استثنائية، وفي ضوء هذا الواقع، يمكن من حيث المبدأ أن تضاف صناع أسواق الأوراق المالية العربية وظائف يمكن أن توفر تحرك الأسهم الجامدة بحكم آلية صناعة السوق، وما تستلزمه من إقراض واقتراض، يشكّلان حافزاً مالياً لطرفي عملية الإقراض، وتعتبر إضافة لازمة عاجلاً أم آجلاً، لاسيما أن معظم الفوائض النقدية للأفراد والمصارف العربية والجهات الرسمية يتم توظيفها في الأسواق الدولية، وأحد أسباب هذا الاتجاه في التوظيف يعود إلى ضعف السيولة والعمق في الأسواق الثانوية للأوراق المالية العربية، علماً بأن ضعف السيولة يؤثر سلباً على الاستثمار في المشاريع الجديدة على هيئة شركات مساهمة عامة قابلة للإدراج لأغراض التداول في بورصات الأوراق المالية، وهذا ما يزيد من الحاجة إلى صناع السوق في أسواق المالية العربية.

- عجز السماسرة عن إعطاء المشورة للمشتريين الراغبين في شراء الأوراق المالية، وعدم إلمامهم بمهنة السمسرة ومن التعامل بالأوراق المالية.

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بزمّام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

المطلب الثالث: عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

تعاني أسواق رأس المال العربية من نقاط ضعف متعددة تحول دون تطور هذه الأسواق، وتحد بالتالي من إمكانيات تعاملها وربطها ببعضها البعض، حيث لا يمكن عزل موضوع تطور أسواق رأس المال عن الأوضاع الاقتصادية والسياسية المتبعة، خاصة فيما يتعلق بعدم توافر إمكانيات تحويل

الفوائض المالية العربية والموظفة غالباً في شكل ودائع مصرفية في البنوك الأجنبية إلى قروض عربية طويلة الأجل، وذلك من خلال العمل المصرفي العربي الدولي، سواء كان ذلك من داخل الوطن العربي أو من خارجه، وذلك بسبب إغلاق أسواق رأس مال الدول العربية المستوردة لرأس المال من الداخل إلى الخارج نتيجة قلة الموارد المالية من العملات الأجنبية، وبالرغم من انفتاح دول الفوائض المالي على تدفق رأس المال إلى خارج أسواقها المحلية، إلا أن السنوات الأخيرة شهدت محاولات جادة ومخلصة من قبل الدول العربية المستوردة لرأس المال لتذليل معوقات الاستثمار وتهيئة الأوضاع والطرق المناسبة لجذب المزيد من الاستثمارات الخارجية.

ويمكن تصنيف القيود التي تحول دون الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية فيما يلي: (1)

1- قيود معلوماتية

- ضعف الإيضاح المالي.
- عدم وجود تحليل فني واقتصادي مستقبلي.
- انخفاض الوعي الاستثماري وخاصة لدى الأفراد، ووجود اعتبارات دينية تعوق توجيه المدخرات لأنواع من الأوراق المالية، وذلك فيما يتعلق بتوزيع عائد ثابت لبعض الأوراق المالية كسندات.
- المغالاة في تقدير المراكز المالية.
- عدم توفر شبكة المعلومات على أسس تنبؤية وليس مجرد عرض للبيانات والمؤشرات، بل لا بد من توضيح دور هذه المؤشرات في عرقلة أو تنمية البورصة مستقبلاً.
- نقص نظام المعلومات بالبورصات وغياب مراكز دعم القرارات.
- عدم دراسة السوق المحلي وتحديد صفاته وخصائصه، سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو للشركات، وتوفير مجموعة متنوعة من الأوراق المالية المناسبة لخصائص كل نوع وسلوكه.

2- قيود تنظيمية: وتتلخص فيما يلي:

- ضعف الهياكل التنظيمية واعتمادها على الشكل الهرمي الذي لا يتناسب مع طبيعة العمل بالبورصات.
- غياب التخطيط الإستراتيجي للبورصات العربية.
- غياب أدلة طرق التداول.
- انتشار الشركات الاستثمارية المالية مما يقيد حجم الاستثمارات المالية وشكلها.
- تعدد المصطلحات المالية والاستثمارات نتيجة لتباين الثقافات العربية، وتأثيرها على البورصات، كل ذلك يعوق الاتصالات فيما بين البورصات العربية وبين الشركات المقيدة والمتعاملة داخل البورصات

(1) أمل مصطفى عصفور، مرجع سبق ذكره، 2005، ص ص: 248-250.

- عدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع وجمهور المتعاملين.
- غياب الابتكار وتجديد في أدوات الاستثمار والادخار.
- نقص التوجه نحو العالمية في الأداء والتركيز على الأبعاد المحلية.
- صعوبة منافسة البورصات العالمية.
- كما أن هناك معوقات لتطبيق الربط بين البورصات العربية، وهي:
- عدم توافق السياسات النقدية وسياسات الاستثمار والإقراض.
- في أي محاولة لتحقيق التكامل بين البورصات تتجه رؤوس الأموال للأسواق الأقوى مع حرمان بقية الأسواق من الاستثمارات التي تعمل على تنميتها.
- وإضافة إلى قيود المعلومات التنظيمية فإنه يمكن إضافة القيود المالية، وهي كالتالي:⁽¹⁾
- الرقابة على النقد الأجنبي.
- قيود تحويل العملات الأجنبية.
- تأخر تحويل قيمة الأوراق المالية إلى الخارج.
- فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول.
- أثر التضخم على عائد السندات.
- ضعف البورصات من حيث حجم التداول.
- غياب السماسرة المتخصصين.
- عدم السماح لتملك الأوراق المالية لبقية العرب.
- غياب بنوك الاستثمار والاستثمار في الأوراق المالية.

المبحث الثاني: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي

بالإضافة إلى المعوقات التنظيمية وكذلك العوائق التي تحول دون الأداء الجيد لعمل أسواق الأوراق المالية العربية وكذا العقبات التي تحول دون ترابطها، فإن أسواق الأوراق المالية العربية القائمة تؤدي دورا محدودا في توفير السيولة نظرا لضيقها ومحدودية الأدوات المتداولة فيها وكذا ضآلة

الطلب والذي يعود سببه إلى انخفاض عوائد الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق مقارنة مع مجالات الاستثمار الأخرى، ضف إلى ذلك انخفاض الإدارات الفردية والميل التقليدي

(1) فريد النجار، مرجع سبق ذكره، 1998/1999، ص175.

لأصحابها نحو الاستثمار النقدي (البنوك) والاستثمار العقاري بعيدا عن أسواق المال كل هذه العوائق يمكن عنونها بالمعوقات الاقتصادية والتي يتم التفصيل في كل عنصر منها على حذا من خلال المطالب الآتية:

- ضيق نطاق السوق ؛
- ضآلة الطلب ؛
- معوقات اقتصادية أخرى.

المطلب الأول: ضيق نطاق السوق

تتصف معظم أسواق الأوراق المالية العربية بالضيق، ويتمثل ضيق هذه الأسواق ومحدوديتها في قلة الأدوات الاستثمارية المتاحة، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، في حين أن أسواق السندات لا تزال في مراحلها الأولى، حيث تعتمد الشركات في تدويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات، وعدم التزامها بقواعد الشفافية والإصلاح، إضافة إلى النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر على التعاملات في هذه الأسواق الأسهم ووسائل التدويل التقليدية.

ويتمثل ضيق هذه الأسواق في قلة عدد الشركات المدرجة فيها، وترتكز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وانخفاض معدل الدوران.

ويمكن التذليل على صحة ما سبق ذكره بما يلي في الجدول التالي:

الجدول رقم(23): المؤشرات الأساسية للأسواق المالية العربية التي تعكس صغر محدودية حجم هذه الأسواق 1994 - 2004.

السنوات	القيمة السوقية مليون دولار	عدد الشركات المدرجة	قيمة الأسهم لتداوله مليون دولار	عدد الأسهم لتداوله مليون سهم
1994	72536	1089	10.513	3.150
1995	84619	1081	14.988	9.590
1996	107766	1091	30.529	26.621
1997	145562	1185	63.894	35.856
1998	122.872	1446	35.536	15.837
1999	149150	1634	35.594	11.865
2000	148.158	1678	36.538	9.073
2001	152.230	1687	42.687	23.522
2002	208858	1826	65.400	46.086
2003	363.827	1723	232.420	63.388

57028	568.288	1597	622422	2004(*)
-------	---------	------	--------	---------

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1999 ص: 108.
صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000 ص: 174.
صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002 ص: 124.
صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003 ص: 133.

من الجدول أعلاه نستخلص ما يلي:

1- القيمة السوقية

ويقصد بها عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً في سعر إغلاق أسهم الشركة في نهاية الفترة للشركات المدرجة في السوق، ومن خلال الجدول رقم(23) نلاحظ أن القيمة السوقية لرسملة البورصات العربية المدرجة أسهمها في قاعدة البيانات صندوق النقد العربي قد ارتفعت من 72536 مليون دولار عام 1994 إلى 152230 مليون دولار عام 2001.

وبقيت تعرف هذا الارتفاع سنة 2002 بـ 208858 مليون دولار مقابل 363827 مليون دولار، أي بزيادة نسبتها 73.2%، أما بالنسبة لسنة 2004، فقد شهدت ارتفاعاً كبيراً بلغ 622422 مليون دولار، أي بزيادة نسبتها 72% مقارنة بسنة 2003، وقد جاءت حصة السعودية من حيث إجمالي القيمة السوقية في المرتبة الأولى بنسبة 49.20%، تليها الكويت بنسبة 11.82، وتراوحت نسب أسواق الأوراق المالية العربية الأخرى ما بين 8.98% إلى أقل من 1%، وهذا في سنة 2004.

2- عدد الشركات المدرجة في البورصة

نلاحظ من الجدول رقم(23) أن عدد الشركات المدرجة ارتفع من(1089)عام 1994 إلى (1826) عام 2002، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى الزيادة الكبيرة التي حصلت في عدد الشركات المدرجة في سلطنة عمان من(96) شركة عام2001 إلى (1150) شركة عام 2002، وفي مصر من(1110) عام 2001 إلى(1150) شركة عام 2002، بالإضافة إلى أنه تم لأول مرة عام 2002 رصد أسواق الأوراق المالية في كل من أبي ظبي، ودبي، والدوحة

أما في عام 2003، فقد ارتفع في ثماني (08) دول من بين 14 دولة، وهي الأردن، البحرين، السعودية، سلطنة عمان، الكويت، لبنان، الإمارات، وقطر، كما تراجع عددها في ثلاث دول هي تونس، مصر، والمغرب، فيما أدرجت في أسواق السودان 47 والجزائر (3) (50) شركة خلال عام 2003، وهو العام الأول لدخولها قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وبذلك بلغ عدد الشركات المدرجة في الأسواق الأربعة عشر خلال عام 2003 حوالي (1723) شركة، مقابل (1826) شركة عام 2002، بتراجع نسبته 5.64%، وذلك بسبب الانخفاض الكبير في عدد الشركات المدرجة في مصر من (1150) شركة عام 2002 إلى(967) شركة خلال عام2003.

أما في عام 2004، فقد تواصل التراجع في عدد الشركات المدرجة بسبب انخفاض عددها في سوق المال في مصر من(967) إلى792 شركة في عام 2004.
3- قيمة الأسهم المتداولة(حجم التداول).

(*) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2004، ص 169.

ويقصد به قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال فترة معينة، نلاحظ من جدول رقم (23) تحسنا في قيمة الأسهم المتداولة، وهذا خلال الفترة 1994-1997، إلا أنها تراجعت بشكل ملحوظ سنة 1998 من (63894) مليون دولار إلى (35536) مليون دولار، بسبب الأزمة المالية الآسيوية، وتأثر الأسواق المالية العربية بها، وفي عام 2002 شهدت قيمة الأسهم المتداولة تحسنا في سبع دول هي: الأردن، السعودية، سلطنة عمان، الكويت، لبنان، مصر، والمغرب، فيما تراجعت في دولتين هما: البحرين، وتونس، وبلغت قيمة التداول الإجمالية خلال عام 2002 (65400) مليون دولار مقابل (42687) مليون دولار سنة 2001، أي بزيادة نسبتها 53.2%، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى الزيادة الكبيرة الذي شهدها كل من سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت، بالإضافة إلى دخول سوقي أبو ظبي ودبي، وفي عام 2003 بلغت قيمة الأسهم المتداولة الإجمالية (232420) مليون دولار، وترجع هذه الزيادة إلى نفس الأسباب السابقة في عام 2002. أما في عام 2004، ارتفعت قيمة التداول الإجمالية إلى (568288) مليون دولار، أي بزيادة نسبتها 146.6%، وشكلت السعودية ما نسبته 83.23% من إجمالي حجم التداول ثم تليها الكويت.

4- عدد الأسهم المتداولة

وهي عدد الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق خلال الفترة، بلغ عدد الأسهم المتداولة (3150) مليون سهم خلال عام 1994، وبقي في تطور إلى غاية 1997، إذ بلغ (35866) مليون سهم لينخفض سنة 1998 إذ بلغ (15837) مليون سهم، وهذا بسبب تأثير الأزمة المالية الآسيوية، وبقي في انخفاض إلى غاية 2001، وقد تحسن سنة 2002 إذ بلغ (23.522) مليون سهم بسبب التحسن في أسواق كل من الأردن، البحرين، السعودية، سلطنة عمان، الكويت، لبنان، بالمغرب، فيما تراجع في كل من تونس ومصر. أما في سنة 2003 فقد بلغ (63380) مليون سهم بسبب الزيادة في كل من الكويت والسعودية، بالإضافة عدد الأسهم في الأسواق الجديدة وعلى الأخص سوق الخرطوم. أما في عام 2004، فقد انخفض عدد الأسهم المتداولة إلى (57028) مليون سهم، بسبب تراجع عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، وكذا سوق الخرطوم للأوراق المالية.

المطلب الثاني: ضالة الطلب والعرض

وتعود أسباب ضالة الطلب إلى العناصر الأساسية التالية:

1- انخفاض معدلات الادخار (*)

ويعود انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار، إضافة ذلك انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثيرين من المستثمرين. والتباين في مستوى دخل الفرد فيما بين الدول العربية راجع إلى أن هناك تناقضا صارخا بين الدول العربية النفطية (***) والدول العربية غير النفطية (**).

(*) يمكن تقسيم الادخار إلى ادخار عام وادخار خاص حيث الادخار العام يتكون من ثلاثة أشكال متداخلة وهي:

- الادخار الحكومي (فائض ميزانية الدول)

فالدول النفطية بسبب ارتفاع معدلات الدخل تحقق بشكل عام معدلات مرتفعة من الادخار المالي لم يقل بشكل عام عن 30%، وقد يتجاوزها إلى 50% في السنة، باستثناء الفترة من 1986-1992، حيث انخفضت أسعار النفط بشكل كبير، وقامت فيها حرب الخليج الثانية، وقد كان معدل الاستثمار المالي في هذه الدول أقل دائماً من معدلات الادخار المالي، مما حقق لها فوائض مالية للاستثمار في الخارج (***)، إذ يصل متوسط الدخل الفردي في بعض هذه الدول كقطر مثلاً إلى أكثر من 30000 دولار سنوياً.

أما الدول العربية غير النفطية، فإنها تعرف بشكل مستمر معدلات منخفضة للادخار المحلي تقل عن 15%، وكثيراً ما تستقر عند 12% و 13%، أما معدلات الاستثمار المحلي لهذه الدول، فإنها تتراوح بين 20% و 25%، مما يترتب عليه إحداث فجوة في الموارد تتراوح بين 6% و 15% من الناتج الإجمالي، الأمر الذي يفرض ضرورة الاعتماد على الخارج لتمويل هذه الفجوة المحلية، ويتدنى متوسط دخل الفرد في هاته الدول إلى 380 دولار سنوياً كما هو الحال في موريتانيا⁽¹⁾

والجدول التالي يوضح نسبة الادخار إلى إجمالي الناتج المحلي في الدول العربية.

جدول رقم (24): نسبة الادخار إلى إجمالي الناتج المحلي في الدول العربية 1972-2003

2001 2003	1996 2000	1991 1995	1986 1990	1981 1985	1976 1980	1972 1975	
29	25,2	21,9	19,8	35,9	49,6	48,1	مجموع الدول العربية
36	30,9	25,5	22,3	43,3	55,5	57,1	الدول النفطية
37	35,8	37,1	40	56,2	70,5	74	الإمارات العربية المتحدة
36,6	27,3	22	35,5	48,9	49,1	41,4	البحرين
42,2	33,7	30,7	25,4	38,6	40,1	32,1	الجزائر
37,7	32	28,4	17,4	34,1	55	70,7	السعودية
33,9	28,8	23,8	31,8	43,2	46,4	41,8	سلطنة عمان
62,5	50,2	34,5	29,1	46,9	88,7	35,4	قطر
22,4	26,9	-0,8	20,7	35,9	58,2	65,5	الكويت
22,9	22	17,6	17,8	32,6	50,1	39,9	ليبيا
20	19,1	17,8	17,8	33,2	59,1	60,1	العراق
14,1	13,6	13,4	12,5	16,8	11,9	11,5	الدول غير النفطية

- فوائض قطاع الأعمال العام

- فوائض التأمينات الاجتماعية والمعاشات

الادخار الخاص ويكون:

- ادخار قطاع الأعمال الخاص

- ادخار العائلي

(الدول النفطية: السعودية، العراق، الكويت، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الجزائر، عمان، قطر، ليبيا.**)

(***) أنظر عنصر هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج في الفصل الرابع مما يستنتج أن الأموال العربية تسير

وفق الاتجاه التالي من الدول العربية النفطية بشكل كبير إلى الخارج، ثم من الخارج إلى الدول العربية غير النفطية.

(1) صندوق النقد العربي، المؤسسات المالية العربية، تمويل التنمية في الوطن العربي، 2005، ص37.

الأردن	-33,5	-18,9	-13,8	-2,2	7	1,8	-2,2
تونس	14,6	22,3	21,3	19,1	21,5	23,3	21,9
السودان	9	9,5	10,2	11,9	12,9	12,3	15,7
سوريا	4,3	12,2	10,6	10,9	15	20,1	28
لبنان	-9,7	56,9	-23	-38,8	11,3	9,1	-8
مصر	6	16,1	15,3	17,1	15,4	13,1	13,9
المغرب	9,2	12,3	12,9	17,6	16,2	17,3	15,3
موريطانيا	18,5	2,6	1,5	7,7	9,2	8,2	2,9
اليمن	-4,6	-5,8	-21	-5,9	-2,2	19	16,4

المصدر: صندوق النقد العربي، المؤسسات المالية العربية، تمويل التنمية في الوطن العربي، 2005، ص: 51.

2- انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع.

3- ارتفاع سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضًا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعًا كلما أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

فالمستثمرون مطالبون بالاختيار بين الاقتراض (البنوك)، أو المشاركة (سوق الأوراق المالية)، وليس هذا وحسب، بل هم مطالبون باختيار الأسلوب المناسب لتجنب محاذير كل مصدر تمويلي وأثارها على المدى الطويل. فالأقتراض من البنوك قد يكون قصيرا أو متوسط الأجل، وهو في الأغلب مرتفع التكلفة، وقد يكون طويل الأجل وبتكلفة أقل نسبيا إذا تم من خلال طرح سندات في سوق المال، حيث يمكن التعامل مباشرة مع أصحاب المدخرات دون وساطة البنوك.

أما إذا وقع الاختيار على المشاركة، فإن المفاضلة ستكون بين ضم شركاء جدد متعددين ومعروفين مسبقًا، وبين إصدار أسهم جديدة، وطرحها للاكتساب المفتوح في سوق المال، ليشترتها من يرغب بغض النظر عن هويته، وهنا تكون الفرصة أكبر لجمع تمويل ضخم لمشروعات كبيرة تسهم في دفع عجلة التنمية، كما أن هذا الأسلوب يفتح الباب أمام صغار المدخرين للمشاركة في جني الأرباح، وعليه، وبالرغم من تعدد مصادر التمويل، واختلاف مزاياها، فإن الكثير من الدراسات يؤكد أن رجال الأعمال في العالم العربي يفضلون الاقتراض من البنوك على مصادر التمويل الأخرى⁽¹⁾

4- عدم ملائمة النظام الجنائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، خاصة في بعض البورصات العربية إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار.

(1) إنجي توكل، من يربح السباق البنوك أم سوق المال، مجلة المشروعات الدولية الخاصة، العدد 12، ص 14.

5- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات وذلك لسببين:

- أولهما تأثير معدل التضخم، إذ سجل في الدول العربية ارتفاعا بلغ 4.5% عام 2004، لثمانى عشرة دولة، حيث كان أعلى معدل في اليمن بـ12.5%، وتليه مصر بـ11.1%، أما أدنى نسبة فقد سجلت في السعودية 0.2%، وكذا سلطنة عمان 0.4%، وللمزيد من المعلومات حول تطور معدلات التضخم في البلدان العربية ارجع إلى الجدول رقم (18) الخاص بمؤشرات السياسة النقدية (معدل التضخم) في الصفحة 169 من الفصل الرابع.

- أما الثاني فانه يتمثل في تحريم الإسلام للربا، حيث يتمتع المشترون العرب عن توظيف فوائضهم في الأوراق المالية خاصة منها السندات، باعتبار أن لها عائدا ثابتا يتمثل في الفائدة، والتي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.

6- ضآلة الانفتاح على الخارج⁽²⁾

من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية العربية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات. بالإضافة إلى المعوقات الاقتصادية التي سبق ذكرها يمكن إضافة المعوقات الآتية⁽³⁾

7- ضعف الفرص المتاحة للتنويع

تنتم جميع البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنويع، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول، كما أصبح سهل المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول، ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطاع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن، قطاع الاسمنت، ومع ذلك تلعب الشائعات دورا بارزا حيث يركز التعامل على قطاعين أو ثلاثة في البورصة.

8- ضعف السيولة

يؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في تخصيص الكفاءة للمواد من خلال نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمتها السوقية، والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، حيث يقل التعامل على أسهمها، وتنخفض قيمتها السوقية، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة

(2) إبراهيم حسن وآخرون، أسواق الأوراق المالية العربية، الأداء والتحديات، صندوق النقد العربي بحث مقدم إلى

ندوة، دور القطاع الخاص في اقتصاديات العربية، الكويت، 1999، ص: 7.

(3) صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 59-61.

أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة، ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين، ويلاحظ في البورصات العربية أن أسعار الأسهم وحتى وحدات صناديق الاستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في كثير من الأحيان.

9- التقلبات الشديدة في الأسعار.

من الخصائص الأساسية التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر هي شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويرجع ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض، وإصدار المزيد من الأسهم، مع الاعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة النقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، وهناك في معظم البورصات العربية هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح ما بين 5% و10%، علما بأن النقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها.

10- ارتفاع درجة تركيز التداول.

وتعكس ذلك جودة الأوراق المالية المتداولة، وتعاني كافة بورصات الأوراق المالية العربية من هذه المشكلة التي تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويرجع ذلك لسببين وهما:

- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعد.
- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، وبخاصة أسهم شركات القطاع العام.

المطلب الثالث: مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج

تمثل قضية توطين الأموال العربية بالخارج، والحد من هجرتها في الظروف الراهنة إحدى الأولويات الاستراتيجية للعالم العربي وذلك لإحداث نوع من التوازن بين الموارد الاقتصادية العربية بما فيها رأس المال وبين المردود الاقتصادي والاجتماعي لهذه الموارد في ضل فجوة مالية كبيرة تعاني منها معظم البلدان العربية، وتصل في البعض منها إلى 70% ويتم تغطيتها من خلال التمويل الاقتراضي والإعانات الخارجية، كما تعمل في نفس الوقت جاهدة على جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية بالداخل بالرغم من منافسة جميع دول العالم لها وضآلة الحجم المتوقع قدومه لها. لهذا تعد قضية الحد من هجرة الأموال العربية للخارج وإعادة توطينها في البلدان العربية من أبرز اهتمامات العرب خاصة في ظل الظروف الصعبة التي تواجهها هذه الأموال بالخارج بعد أحداث 11 سبتمبر والمتمثلة في التجميد والمصادرة في أحيان كثيرة.

وعليه وفي ظل التغيرات الدولية التي فرضتها الظروف الاقتصادية والسياسية التي يمر بها العالم العربي يجب أن تحظى ظاهرة هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج بالتحليل الاقتصادي

- لأسباب ودوافع هجرتها وكذلك باقتراح أهم السياسات والآليات الاقتصادية للحد من هجرتها والعمل على إعادة توطينها في العالم العربي وسنستعرض فيما يلي النقاط الآتية:
- الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج؛
 - أسباب هروب رؤوس الأموال العربية للخارج؛
 - مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية؛
 - الآليات المقترحة لتطويع وعودة الأموال العربية بالخارج والحد من هجرتها.

1- الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج

سنتناول في هذه النقطة دراسة الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية بالخارج، حيث أنه اتضح أن التطبيق العملي للنظرية الاقتصادية كان في الاتجاه المضاد، ثم كيف أن الفرصة البديلة للاستثمار بالعالم الخارجي لم تكن أفضل من الاستثمار في العالم العربي من جميع الوجوه.

الفجوة التمويلية في العالم العربي،⁽¹⁾ وتتمثل في عدم قدرة الموارد المالية لهذه الدول على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى حوالي 70% يتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي والإعانات وقد ترتب على هذه الفجوة زيادة حدة بعض المشكلات الاقتصادية في العالم العربي كالبطالة وارتفاع الأسعار وضعف الإنتاج كما لم تستطع الاستثمارات البينية العربية وكذلك الأجنبية من سد هذه الفجوة التمويلية نتيجة لضعف حجم الاستثمارات.

ومن المعروف أن النظرية الاقتصادية تركز على انتقال رؤوس الأموال من بلدان الفائض إلى بلدان العجز، والواقع أن التطبيق العملي قد أثبت إلى جانب ذلك انتقال رؤوس الأموال في الاتجاه المضاد أي من بلدان العجز إلى بلدان الفائض، فيكفي أن نشير إلى أن حجم الأموال العربية المستثمرة في الخارج قد بلغت حوالي 800-2400 مليار دولار، ويلاحظ أن نسبة كبيرة من هذه الأموال لبلدان عربية تعاني من قصور في موارد التمويل وكذلك مشكلة المديونية الخارجية، وارتفاع نسبة البطالة والتضخم. ولم تقتصر هذه الظاهرة على البلدان العربية فقد أدت ظروف الحرب والفساد في روسيا إلى هروب حوالي 130-140 مليار دولار إلى الخارج، كما انتشرت هذه الظاهرة في كثير من دول العالم الثالث في إفريقيا وآسيا وأمريكا اللاتينية بالرغم من حاجتها الماسة لهذه الأموال.

وبتحليل ظاهرة انتقال رؤوس الأموال العربية في الاتجاه المضاد نطرح السؤال التالي: هل استطاعت الأموال العربية أن تضحى بالاستثمار في الدول العربية مقابل فرصة بديلة أفضل في بلدان الفائض، والواقع العملي أيضا يشير إلى أن الفرصة البديلة أي الاستثمار في بلدان الفائض، والواقع العملي أيضا يشير إلى أن الفرصة البديلة أي الاستثمار في البلدان الأجنبية لم تكن هي الأفضل حيث انتقاء الميزة النسبية للمستثمر العربي في هذه البلدان حيث حجم الاستثمارات كبير والأموال متوفرة هناك، بالإضافة إلى وجود مؤسسات متطورة وقادرة على اقتناص الفرص ولا تدع مجالاً للمستثمر

عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة (الحالة العربية)، بحث⁽¹⁾ مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى.

العربي في الحصول على الفرص الجيدة، لهذا نشطت المحافظ المالية على مستوى العالم، والتي تقوم بتجميع المدخرات والقيام بالعمليات الاستثمارية نيابة عن المدخرين، إلا أن العوائد على مثل هذه المحافظ محدود حيث يذهب جزء كبير من الأرباح مقابل الإدارة والاستشارات والضرائب، ويلاحظ أن سبب الالتجاء لمثل هذا الأسلوب هو عجز المستثمر على الاستثمار المباشر في هذه البلدان. ولا شك أن استثمار الأموال العربية بالخارج يضر مصلحة الاقتصاديات العربية فهو حسب بعض المتخصصين نوع من التحديات، فهو يلحق الضرر بالمجتمع ويعرقل جهود التنمية ويساعد في زيادة حدة المشكلات التي تعاني منها.

2- أسباب هروب رؤوس الأموال العربية للخارج ومخاطرها⁽¹⁾

كنا قد أشرنا سابقا إلى أن أغلب الاستثمارات العربية تتجه نحو المحافظ الاستثمارية المدارة من قبل البنوك خاصة الأمريكية، والمشكلة في وسائل الدفع والأوراق المالية والأسهم، التي لا تعطي حاملها حق الإدارة، كما يتجه البعض منها إلى مجال الودائع المصرفية في البنوك أو شراء أوراق الشركات وحصص الملكية، في حين تتجه بعض الاستثمارات الخاصة نحو الملكية العقارية. ويرى بعض المتخصصين أن قوة اتجاه الأموال العربية نحو التوظيف في الأسواق الأمريكية بصفة خاصة وبعض الدول الأوروبية (انجلترا) قد جاء نتيجة للروابط التي ربطت لسنين طويلة بعض الدول المنتجة للبتروول وهاتين الدولتين، وكذلك علاقات التشابك الاقتصادية الكثيرة والمتمثلة في البتروول والتجارة الخارجية والبنوك فضلا عن اتساع وتنظيم أسواق نيويورك ولندن النقدية والمالية والتجارية. وهذا وقد أسهمت العديد من العوامل الاقتصادية والغير الاقتصادية في هجرة رؤوس الأموال العربية للخارج كان من بينها عوامل جاذبة من البلدان الأجنبية المستقبلية للأموال، وعوامل طاردة من داخل البلدان العربية.

2-1- الأسباب الخارجية: يمكن إيجاز أهم الأسباب الخارجية على النحو التالي:

- المحافظة على الأموال وكون هذه الاستثمارات مضمونة حيث تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية وبعض دول أوروبا العربية من وجهة نظر الأموال العربية المهاجرة المكان والبلاد الآمن للحفاظ على قيمة هذه الأموال نتيجة لقوة الأداء الاقتصادي بهذه الدول والمتزامن مع القوة السياسية والعسكرية في ظل حرية اقتصادية تمنع الاقتراب من التعدي على هذه الأموال.

- الربحية: يعتبر عنصر الربحية من العناصر المهمة والمحددة لتحركات رؤوس الأموال وهجرتها، بل أنه يمثل في معظم الحالات العنصر الأهم ومن المعروف اقتصاديا أنه كلما زادت درجة نضج الاقتصاد وتطوره قلت فرص الاستثمار المربح في هذا الاقتصاد، وتصبح بالتالي فرص الاستثمار في البلدان الأقل تطورا مثل البلدان العربية أكثر ربحية منها في الدول المتقدمة، وهو ما يفسر لنا أن أغلب الاستثمارات الأجنبية المباشرة تتم في بلدان مثل الصين، وبعض دول جنوب شرق آسيا التي مازلت أرضا بكرًا للاستثمار المربح علاوة على توفر بعض الشروط الضرورية الأخرى للقيام بهذا الاستثمار،

عادل حميد يعقوب عبد العال مرجع سبق ذكره.⁽¹⁾

وتتعلق هذه الشروط الضرورية بما يسمى بتهيئة المناخ الاستثماري في أي بلد من بلدان العالم، وهو ما يقدم دائما على أنه السبب الرئيسي وراء إجماع الأموال العربية عن التوطن والاستثمار في العالم العربي، وتطبيق معيار (درجة نضج الاقتصاد وتطوره) على الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا الغربية يلاحظ تدني نسبة الربحية بها مقارنة بمعدل الربحية في دول جنوب شرق آسيا ففي الوقت الذي تصل فيه معدل الربحية من 13-14% في مجموعة دول جنوب شرق آسيا يصل فيه معدل الربحية إلى حوالي 4.3% في الوم.أ وأوروبا الغربية. وعلى ذلك لا يعتبر عنصر الربحية من العناصر قوية التأثير على هجرة رؤوس الأموال العربية للخارج وتتفق مع ذلك كثير من الدراسات التي تمت بهذا الخصوص.

- قدرة المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال على استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت بدون عوائق. تتسابق دول العالم في سن التشريعات الخاصة بتحويل الأرباح أو استرجاع الأموال في أي

وقت بالنسبة للاستثمارات الأجنبية ومع ذلك فإن الولايات المتحدة الأمريكية حتى الآن هي الدولة الوحيدة في العالم التي لا تعلن في قوانينها موقفا من تحرك رؤوس الأموال الوطنية أو الأجنبية دخولا أو خروجاً، وإن كان هذا لا يعني عدم وجود سياسات تحد من مثل هذه التحركات.

ولا شك أن حرية تحركات الاستثمارات الأجنبية الكبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية وبصفة خاصة الأموال والاستثمارات العربية ليست بالسهولة كالمطبقة في كثير من دول العالم بل أنها تخضع لاعتبارات سياسية واقتصادية تحددها مصلحة المؤسسات والشركات والبنوك والأسواق الأمريكية بالرغم من زعامة الولايات المتحدة الأمريكية لسياسات الحرية والتحرر الاقتصادي والغير مطبقة على أرض الواقع أو المطبقة بعدة مكابيل.

هذه هي أهم الأسباب لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج بالإضافة إلى بعض العوامل الأخرى مثل التقدم والتطور في البنية التحتية والفوقية للاستثمار في هذه الدول.

وبعد هذا العرض والتحليل نستطيع أن نحدد أوزانا ترجيحية للأسباب الخارجية لهجرة الأموال العربية للخارج على النحو التالي:

- المحافظة على الأموال والضمان 60%

- الربحية 20%

- القدرة على استرجاع الأموال والأرباح بدون قيود 20%.

2-2- الأسباب الداخلية: أما عن الأسباب الداخلية (الطاردة) لهجرة الأموال العربية بالخارج فيمكن توضيح أهمها:

- ضعف القدرة الاستيعابية للاقتصاديات العربية: وتتمثل في عدم استطاعت هذه الاقتصاديات استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالا كاملا في تحقيق مستوى من التنمية تتناسب مع مستوى هذه الموارد، ومن أمثلة على ذلك عدم مقدرة البنوك والشركات والمؤسسات المالية العربية على استثمار ما لديها من فوائض مالية بالرغم من توافر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في المجالات المتعددة مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة.

- بالرغم من الإصلاحات الإدارية والقانونية التي تمت في معظم البلدان العربية فلا زالت هناك الكثير من المشاكل التي يتعرض لها المستثمرون العرب داخل البلدان العربية فلا زالت المزاجية وشيوع الروتين والفساد الإداري والمالي، وغياب الشفافية والتسهيلات تمثل حاجزا كبيرا لانسياب رؤوس الأموال بين الدول العربية وهروبها إلى الخارج.

- شيوع عقلية الربح الكبير والسريع والخوف من المخاطرة لدى قطاع كبير مما يطلق عليه رجال الأعمال تجاورا، وتحقيق أرباح قدرية بفعل المضاربات وتسكين الأموال في صورة التفضيل الربحي والتطفل في الخارج.

- غياب التطبيق العملي على أرض الواقع للإصلاحات الإدارية والتنظيمية وكذلك التشريعات الخاصة لجذب الاستثمارات العربية.

- الصراع العربي الإسرائيلي وعدم الاستقرار السياسي في منطقة الشرق الأوسط يجعلها من وجهة نظر الكثيرين منطقة غير آمنة للاستثمار.

- عدم كفاية أوعية جذب الاستثمارات العربية: لما كانت الدول العربية تعاني من ضعف المؤسسات المالية، كما أن النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي عادة ما تهيمن عليه الأجهزة الحكومية أو المختلطة مع سيطرة واضحة للقرار الحكومي لذا يجد المستثمر العربي صعوبة كبيرة في توجيه استثماراته.

- المعاناة الكبيرة في مراكز الحدود العربية الجوية، البحرية منها والبرية وسوء المعاملة في بعض الأحيان يجعل المستثمرين يحجمون عن العمل بهذه الدول.

بالإضافة إلى هذه الأسباب يمكن إضافة المعوقات التشريعية، فهي من بين الأسباب التي تحول دون تمكن الدول العربية من الحفاظ على أموالها ولا الاستحواذ على حصص من الاستثمار الأجنبي، فبالإطلاع على قوانين تشجيع الاستثمار في الدول العربية فيما عدا تلك التي لا توجد فيها حتى الآن قوانين لتشجيعه -البحرين والإمارات العربية المتحدة- يمكننا ملاحظة أن قوانين الاستثمار العربية لا تتضمن نصوصا صريحة تخص خضوع الاستثمار للدستور والقوانين السارية التي لا تتعارض مع أحكامه، وعدم التصريح قانونيا بتمتع الاستثمار والمستثمر بأسمى قواعد الحماية التشريعية، بالإضافة إلى أن قوانين الاستثمار العربية تشجع الاستثمار في مجالات محددة⁽¹⁾

3- مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية

يمكن حصر مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج في النقاط الآتية⁽²⁾:

- معدلات الفوائد الوهمية وليست حقيقية.

(1) سعدون بوكابوس وفارس فضيل، اقتصاديات الدول العربية بين اشكالية التهميش المالي والأموال المهاجرة، مجلة الدراسات الاقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والدراسات الإنسانية، العدد 6، جويلية 2005، ص: 71-72.

(2) محمد قويدر ومحمد فرحي، أهمية الاستثمارات العربية البيئية في تعزيز التكامل الاقتصادي العربي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 8-9 ماي 2004، ص: 5-6.

إذ يترك لكثير من أصحاب التوظيفات المالية أن ما يتقاضونه من فوائد البنوك الأجنبية أعلى من نظيراتها في بنوكهم الوطنية، إلا أن ذلك ليس إلا دخلا وهميا، إذ أن الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية تعاني من حالات التضخم النقدي، حيث تشتد نسبته أو تخف تبعا للأوضاع الاقتصادية، هذا ولما كانت نسبة التضخم تقاس - عادة - بنسبة ارتفاع مستوى الأسعار (أسعار المواد الاستهلاكية في الغالب) فهذا يعني أن القوة الشرائية للعملة المصابة بالتضخم تنخفض قوتها الشرائية داخل بلدها للسلع والخدمات بنفس نسبة التضخم، إن ظاهرة التضخم التي اعترت دول العالم هي التي دفعت بأسعار الفائدة إلى معدلات عالية جدا، على عكس ما قد يظن البعض أن هذا الارتفاع مرده إلى الطلب المتزايد على تلك العملات من قبل الدولة المقترضة حديثة النمو، كبلدان أمريكا اللاتينية وآسيا وإفريقيا.

- خطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية تجاه العملات العربية.

يعتبر الدولار الأمريكي العملة الرئيسية الموظف فيها 80% إلى 90% من الفوائض النقدية العربية، وهو خاضع لتقلبات واسعة في سعر صرفه بالنسبة لبقية العملات، وفقا للمصالح الخاصة للولايات المتحدة الأمريكية.

فإذا أقدم الأفراد والحكومات العربية على توظيف أموالهم في الدولار مثلا، وكان وقتها مقوما بأكثر من قيمته الحقيقية، فأى هبوط في سعر صرفه من شأنه أن يلحق أضرارا بهؤلاء المستثمرين وقد يبتلع الانخفاض هذا قسما من أصل المدخرات ذاتها.

- خطر عجز الدول والمؤسسات المقترضة للأموال عن التسديد

إن إقدام الدول النامية على استئاده من المصارف العالمية بغرض استخدامها في المشاريع التنموية أو في سد العجز في موازين مدفوعاتها، قد تصادف مع موجات الركود الاقتصادي الكبير وارتفاع أسعار المواد الأولية والمحروقات في الأسواق العالمية الأمر الذي أفقدها القدرة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه المصارف المقرضة، كما حدث مثلا عام 1982 عندما أعلنت المكسيك عجزها عن التسديد، إذ بادر 115 مصرفا كبيرا لوضع خطة لتأجيل هذه الديون، تجنبا من وقوع كارثة عالمية تصيب النظام المصرفي والمدخرين.

4- الآليات المقترحة لتطويع وعودة الأموال العربية بالخارج والحد من هجرتها:⁽¹⁾

يكاد يتفق جميع الاقتصاديين على أن عودة جميع الأموال والاستثمارات العربية المهاجرة من الدول الأجنبية بشكل سريع وتلقائي هو نوع من الخيال، كما أن مقاطعة الاستثمار في جميع دول العالم خارج الوطن العربي يعتبر مستحيلا من الناحية العلمية، فكبر حجم الأموال المهاجرة وتنوع الاستثمارات بين قصيرة الأجل ومتوسطة وطويلة الأجل والقيود التي تضعها الدول الأجنبية على تحركات هذه الأموال، والمصالح المشتركة والتشابكات الاقتصادية بين البلدان العربية والبلدان الأجنبية والظروف السياسية أحيانا تحتم وضع إستراتيجية لعودة الأموال والاستثمارات المهاجرة إلى بلدانها العربية بشكل منظم وتربجي وتبعيا للتقدم الذي يتم إحرازه في مجال إيجاد آليات مناسبة لجذب هذه الأموال.

كما تسعى الدول العربية إلى بذل مزيد من الجهد والعمل لتفعيل ذلك من خلال توفير المناخ المناسب للاستثمار الذي يتجسد في تحسين معدلات النمو الاقتصادي، وكذا تفعيل دور السياسة المالية من

⁽¹⁾ . عادل حميد يعقوب عبد العال، مرجع سبق ذكره

خلال الحد من عجوزات الموازنة العامة عن طريق الترشيد الأمثل للإنفاق وليس تثقيله والحد من ظاهرة المبالغة في فرض الضرائب، ولما كان الأداء القوي للبنوك والمؤسسات المالية في أي دولة الواجهة والحافز لتوطن الأموال والاستثمارات بهذه الدول يجب إذن التركيز على السياسة النقدية في الدول العربية من خلال مساهمتها في الاستقرار الاقتصادي وكذا تطبيق معايير المحاسبة الدولية ووضع قواعد للتعاون في مجال مكافحة غسل الأموال، بالإضافة إلى زيادة تشجيع الاندماجات والتحالفات الاستراتيجية بين البنوك العربية وذلك لمواجهة اتفاقية الجات لتحرير الخدمات المالية والتي تنص على حرية البنوك والمؤسسات المالية للدول الموقعة على الاتفاقية بفتح فروع لها في جميع الدول الموقعة على الاتفاقية.

كما أنه هناك جوانب أخرى يجب أن تأخذها الدول العربية بعين الاعتبار لاستعادة الأموال المهاجرة وهي جوانب مكملة للمناخ الاقتصادي العام وهي تشمل الجوانب السياسية، التشريعية والمعلوماتية.

- فلا شك أن المزيد من الإصلاحات السياسية والتشاور مع المواطنين سيشكل أرضية صلبة لعودة الأموال المهاجرة من الخارج وكذلك الحرية المنضبطة للفكر وحرية الإعلام والصحافة وحرية الرأي الآخر، وكذلك في المزيد من الإصلاحات القانونية والتشريعية والمعلوماتية.

وكذلك في المزيد من الإصلاحات القانونية والتشريعية واتفاقيات منع الازدواج الضريبي في البلدان العربية وتطبيق هذه الإصلاحات على أرض الواقع سيكون له مردود إيجابي.

- الاهتمام بوجود قاعدة بيانات دقيقة يستطيع المستثمر الاعتماد والاسترشاد بها.

- دعم المؤسسات والهيئات غير حكومية من قبل الحكومة لدعم الاستثمار مثل الغرف التجارية والصناعية وجمعيات رجال العمال، المنتديات الفكرية والعلمية وغيرها.

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب فمنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا يذكر، صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين عوائق سياسية، اجتماعية، دينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة وسوف نحاول التفصيل أكثر في هذه العوائق من خلال المطالب الآتية

-معوقات سياسية، قانونية وثقافية؛

-معوقات اقتصادية.

المطلب الأول: المعوقات السياسية، القانونية والثقافية

يعترض تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات وفي مختلف المجالات منها سياسية، قانونية وثقافية نتناولها في النقاط الآتية:

1- المعوقات السياسية

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا،

اليابان وألمانيا، وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر، فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا، ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فإن السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي.

2- المعوقات القانونية

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/1993، يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات، وهذا يعني:⁽¹⁾

- تفضيل السندات، وهي قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة إفلاس الشركة.
- إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين.
- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

ومن الملاحظ أن اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامة يعني فتح رأس المال أمام الخواص لامتلاك جزء أو أجزاء من الشركة، مما يستوجب الحرص على مراقبة كل أنشطتها بطرق مباشرة أو غير مباشرة.

أما استبعاد الأسهم، ولا سيما العادية منها، فإن ذلك يعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل المشروعات إذا ما قرر مجلس الإدارة توسيع المشروع أو تحديد تجهيزاته أو فتح الفروع المحلية أو الدولية. وإذا كان لحاملي الأسهم الممتازة أو السندات الأولوية في الأرباح والفوائد في حالة الإفلاس، فإن من حق حاملي الأسهم العادية، أن يحصلوا في الغالب على ما تحصل عليه حاملو السندات والأسهم الممتازة، وفي الحقيقة إن مكانة الشركة والنشاط الذي تمارسه، والمؤثرات المحلية والدولية، كلها عوامل تؤثر في قيمة السهم ارتفاعا وانخفاضاً.

إن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخصوصية وسياسة اقتصاد السوق، أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية، عكس ما هو معمول به في جل البورصات العالمية، وفي الدول العربية الأخرى حيث يتم التعامل فيها بالأسهم أكثر منه بالسندات في الأسواق المنظمة وبالسندات في الأسواق الغير منظمة.

من شروط قبول قيد المؤسسة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم طبقا للقانون المتضمن شروط القيد. إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، أضف إلى ذلك أن القانون يشترط مرور ثلاثة سنوات على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول في البورصة.

(1) صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتنقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان 2004.

أما فيما يخص مدة إنهاء الصفقات (عمليات البورصة) أي مدة التسوية والتسليم، فالمعيار الدولي المعتمد هو أن أقصى أجل لإنهاء الصفقات هو يوم+ ثلاثة أيام بعد إجراء الصفقة، أما الأجل المعتمد في بورصة الجزائر فهو يوم+ 30 يوم⁽¹⁾، وهو أجل بعيد بكثير عن المعايير الدولية، الأمر الذي لا يشجع على تطوير عمل بورصة الجزائر.

- الإطار التشريعي البطيء جدا، حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، إلا أن تعيين أعضائها كان بتاريخ 1995/12/27، كما أن التنصيب الرسمي لم يتم إلا في شهر فيفري 1996.

أما الهيئة الثانية، وهي شركة إدارة بورصة القيم SG BVM والتي انعقدت جمعيتها العامة التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 بمقر اللجنة بالرغم من أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 1993/05/23 قد نص عليها صراحة.

أضف إلى ذلك أن القانون الذي ينظم شروط مزاولة الوسيط المالي في البورصة قد صدر بتاريخ 03 جويلية 1996 إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان سنة 1999. ولتأكيد ما سبق أنظر الجدول (27) الذي يلخص أنواع الوسطاء في بورصة الجزائر.

3- المعوقات الثقافية

إن سياسة سليمة لتجنيد الادخار، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه، فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وعليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائدها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم

المطلب الثاني المعوقات الاقتصادية

في الجانب الاقتصادي يقف أمام تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات في مقدمتها الخصوصية وسوف نتطرق إليها بالتفصيل في هذا المطلب بالإضافة إلى معوقات أخرى، كالتضخم، الإقتصاد الموازي... الخ.

1- عائق الخصوصية

⁽¹⁾ A.SADEMI, La bourse une affaire de volonté politique, journal, liberté Economie, N° 118 du 4 au 10 Avril 2001.

يضم مفهوم الخصخصة عدة مفاهيم متعارف عليها من قبل العلماء الاقتصاديين والباحثين، إلا أنها تتفق، وعلى الرغم من الاختلافات الشكلية، على عناصر محددة وأساسية، ومن هنا يمكن إعطاء مفهوم شامل للخصخصة.⁽¹⁾

الخصخصة هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحويلات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية، وعلى هذا فإن الخصخصة تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الاقتصادي وأطولها، على اعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة.

- وقد عرفها القانون الجزائري بأنها التحول من الملكية العامة للدولة لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص، وهذا التحول في الملكية وإن كان يعني التحول في تسيير كل الأصول المادية أو المعنوية، في مؤسسة عمومية أو في جزء منها، أو في تحويل تسيير المؤسسة العمومية إلى أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص بواسطة صيغ تعاقدية تحدد فيها كليات تحويل التسيير وممارسته وشروطه.⁽²⁾

كما نصت المادة 30 من الأمر 04/01 على تأسيس لجنة لمراقبة عمليات الخصخصة وقد حدد المرسوم التنفيذي 354-01 المؤرخ في 10 نوفمبر 2001 تشكيلتها وصلاحياتها وكليات تنظيمها وسيرها. وتعتبر سياسة الخصخصة من بين الأهداف التي تنشط أسواق الأوراق المالية في البورصة، لأن أهمية هذه الأخيرة تكمن في الدور الحيوي الذي تلعبه الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تقوم بدور رئيسي في جانب المدخرات بأشكالها وآجالها المختلفة، مع إعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وأنه بوجود السوق تسهل عملية الخصخصة، وذلك أنها:

- تتمكن من بيع عدد كبير من أسهم الشركات وتتنافس على حصص حقوق الملكية.

- تستخدم سوق الأوراق المالية في تطوير فعالية السوق وزيادة عرض الأسهم، لكنها تحتاج إلى التوسع القاعدي للمتعاملين من خلال تحرير السوق عن طريق القوانين المقيدة للملكية.

وبالرغم من اعتبار الخصخصة في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الاقتصادية، وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخصخصة... الخ)، إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخصخصة الفعلية، وفيما يلي عرض لهذه المعوقات⁽¹⁾

1-1- معوقات خاصة بالمؤسسات القابلة للخصخصة

ترتبط هذه المعوقات بالعوامل السياسية والاجتماعية، وبالوضع البيئية للمؤسسات التي ستخوصص.

حملوي ربيعة، أساليب الخصخصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق⁽¹⁾ العالمية، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004 ص: 6.

الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 والمعدل بالأمر رقم 97-11 المؤرخ في 19 مارس 1997⁽²⁾

شبايكي سعدان، معوقات الخصخصة في الجزائر، الملتقى الدولي لاقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004، ص: 4-6.

ويمكن تلخيص العوامل السياسية والاجتماعية داخل الهيئات المعنية فيما يلي:

- تعاضم القطاعات العمومية، إن المؤسسات العمومية عامل جذب Attrait لطالبي الشغل، وبالفعل فإن الدخول إلى مناصب العمل في هذه المؤسسات يعطي نوعا من تأمين الشغل، مما يؤدي إلى ارتفاع في التعداد، الشيء الذي يطرح مشكلة تسيير الموارد البشرية على مستوى المؤسسة.
 - أرضية العلاقات ذات الطابع الزبائني، إن الشمول في تسيير الموارد البشرية في المؤسسات العمومية أدى تدريجيا إلى تشكيل شبكات ذات طابع عائلي وسياسي، وأن النمو العام لهذه الشبكات أفرز معارضة لبرامج الخصخصة التي تشكل خطرا محتملا يكشف هذه الشبكات المشكلة ويفضح ممارساتها.
 - الوضعية السيئة للمؤسسات التي سوف تخصص، وتعود هذه الوضعية السيئة إلى ثلاثة أسباب:
 - مؤسسات ملتزمة للميزانية، وهذا راجع إلى غياب الاهتمام بالمرودية، وتترجم هذه الوضعية في أعباء استغلال متزايد، وعجز استغلالي دائم، مما يتطلب تدخل الدولة عبر المساهمات المالية المختلفة (إعانات الاستغلال، إعانات التجهيز، ضمانات مالية، السماح بالسحب على المكشوف..... إلخ).
 - غياب الحافز لدى المستثمرين (المقاولين) المحتملين.
- سوء تسيير الموارد البشرية، وهذا راجع إلى:
- غياب الحافز، وتغييب نفسي معلن.

- تأثير كبير للهيئات النقابية على مجموع العمال.

- ثقافة مؤسساتية تشكل عائقا حين الخصخصة ذلك إنه هناك مقاومة لروح ثقافة المؤسسة الخاصة.

1-2-1- معوقات مرتبطة بمحيط المؤسسات القابلة للخصخصة

يمكن رصد هذه الصعوبات في مجموعتين:

1-2-1-1 سوق الخصخصة، وفي هذا المستوى يمكن تلمس الصعوبات التالية:

1-1-2-1 البعد التنافسي:

- **حالة الاحتكار:** وهي حالة مؤسسة القطاع العام التي ستخصص في حقل تنافسي بينما السوق محدود، وبديهي أن عملية الخصخصة في هذه الحالة لن تؤدي إلى المنافسة.
- **حالة تنافس حقيقي:** وهي حالة مؤسسات القطاع العام الاقتصادية التي نمت في محيط احتكاري، وستعرضها الخصخصة إلى المنافسة، وهذه الوضعية ستتسبب بالنسبة للمؤسسة المخصصة في صعوبة الاندماج ضمن التيار الخاص، وهي صعوبة ناتجة من أن الاندماج سيزعج مصالح كانت قد تأسست تحت إمبراطورية الاحتكار.

1-2-1-2 سلوك المشتريين المحتملين (الكامنين).

- **عدم كفاءة أو حذر المشتريين المحتملين المحليين:** إن عدم الكفاءة أو الحذر غير مبرر في حالة المؤسسات التجارية، على اعتبار أن المشتريين المحليين في الغالب هم أنفسهم الممارسون للمهنة، إن إقبال

المشتريين المحليين على المؤسسة التجارية كبير لأن الربح فيها سريع، وعلى العكس فإنه يمكن الحديث عن حذر حقيقي من طرف المشتريين المحليين في حالة التنازل عن المؤسسات الصناعية للقطاع العام.

- **المستثمرون الأجانب:** يركزون في الغالب على الاستثمار في القطاعات عالية المردودية، والتي تتطلب تحكما كبيرا في التكنولوجيا، مثل المحروقات والسمعي البصري، والاتصالات،... وغيرها، وذلك على اعتبار أنهم يملكون معدات استثمارية كبيرة.

1-2-2 المعوقات المؤسسية: ويمكن ذكر من بين المعوقات مايلي:

- عجز في نظام الادخار المحلي، ذلك أن المستثمرين المحليين هم ضحية عجز القنوات البنكية التي لا تقدم الدعم الذي يستحقه المشتريين.

- عدم القدرة على إيجاد حلول بديلة فيما يخص التمويل اللازم لتنمية البورصة من أجل خلق أقطاب مالية.

- **الوضع القانوني:** والذي يتميز بما يلي:

- جباية ثقيلة بالنسبة للمشتريين المحتملين.

- حقوق جمركية عالية.

- أعباء اجتماعية مقيدة.

2- معدل التضخم⁽¹⁾

منذ بداية التسعينات من القرن الماضي بدأت تسود موجة تضخمية مستمرة في الجزائر، ولقد دار النقاش، في معظم الندوات واللقاءات، حول ظاهرة التضخم وأساليب معالجته، فالبعض اعتبرها ظاهرة ظرفية، واعتبرها البعض الآخر حتمية لا بد منها في مرحلة الانتقال من الاقتصاد المخطط بشكل إداري إلى نقيضه، أي اقتصاد السوق.

ومن الملاحظ أن مقومات التضخم بالجزائر بدأت تشق طريقها، وتتعلم في توغنها، منذ أوائل التسعينات، واشتدت حدتها في منتصف التسعينات فخلال مرحلة الاقتصاد المخطط وإلى نهاية الثمانينات لم يتعد معدل التضخم 9%، وذلك لأن استقرار الأسعار كان السمة السائدة في الاقتصاد الجزائري، حيث كانت الدولة تعالج العجز في الميزانية باللجوء إلى إجراءات السيولة النقدية، وخاصة مع نهاية عشرية الثمانينات، مما أنتج زيادة وفائضا في عرض النقود، وبطبيعة الحال حدث التضخم النقدي، فقد كانت الزيادة أكبر من الحاجة إليها- أي الطلب على النقود.

ولعل أهم مؤشر للطلب على النقود هو الناتج المحلي الإجمالي، والذي من المفروض أن يؤخذ بدون إنتاج النفط، حيث أنه لا يشكل طلبا على النقود في الداخل إنما يصدر القسم الأعظم منه.

معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر، الملتقى العلمي الدولي الثاني عمار عماري وسعيدة بوسعدة،⁽¹⁾ كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الجزائر، 14-15 نوفمبر 2005، ص ص: 216-217.

لقد كان الناتج المحلي الإجمالي اللانفطي منخفضا، ذلك أن حصة النفط من الناتج المحلي الإجمالي كانت كبيرة جدا، ومن هنا تفاقم الاختلال بين العرض النقدي والطلب النقدي، مما أدى إلى ما يسمى بظاهرة التضخم النقدي، هذا ما حدث بالفعل في أوائل التسعينات، حين أدى تخفيض العملة إلى تزايد معدل التضخم المضغوط، وارتفاع تكلفة الواردات، وكذا تكلفة خدمة الديون الخارجية، ولقد دفع العجز في الميزانية إلى إصدار نقود إضافية لتغطية ذلك العجز، وهكذا بلغ معدل التضخم السنوي 39% نهاية 1994، في ظل هذه الحالة فإنه قد تم الاتصال بداية 1994 بالمؤسسات النقدية الدولية وخاصة صندوق النقد الدولي- البنك العالمي-، وتم التوصل إلى ضرورة التعديل الهيكلي، ولقد كانت السياسة النقدية الصارمة التي طبقتها الجزائر خلال فترة التصحيح من بين السياسات المساعدة على خفض التضخم، فقد تراجع نمو الكتلة النقدية من 21.5% عام 1993 إلى 10.5%، ليعود إلى الارتفاع من جديد سنة 1998 إلى 17.8%، وإلى 20.4% في عام 2002، وهو مؤشر ينذر بالعودة إلى زيادة معدلات التضخم مرة أخرى، وإلى غياب الاستقرار الذي تم تحقيقه بفضل تضحيات كبيرة.

وعلى الرغم من التراجع المسجل في نمو الكتلة النقدية مقارنة بما كان عليه في عامي 1992-1993، إلا أنه يبقى مرتفعا نسبيا، مقارنة بمعدل نمو الكتلة النقدية عند جيراننا في كل من تونس والمغرب، حيث لا يتجاوز 8% سنويا.

جدول رقم (25): تطور النمو السنوي للكتلة النقدية في الجزائر

السنوات	1992	1994	1996	1998	2000	2002
الكتلة النقدية	23.9%	15.4%	14.4%	19.1%	19.8%	20.4%

المصدر: النشرة الصادرة عن بنك الجزائر أفريل 2003.

من جهة أخرى إن إتباع سياسة مالية نقدية والتشدد الحازم في الموقف النقدي سرعان ما أحدث هبوطا حادا ومستمر في معدل التضخم، فقد انخفض معدل التضخم السنوي عند نهاية 1996 إلى 15%، ثم إلى 07% مع نهاية مارس 1997، ونشير هنا إلى أن سياسة التحكم في الأجور هي التي كانت العامل الأساسي في النتائج المسجلة، فقد هبطت بالقيمة الحقيقية إلى أكثر من 30% خلال فترة البرنامج، وحسب خبراء صندوق النقد الدولي فإن هناك ثلاث متغيرات مهمة أثرت على تطورات الأسعار في الجزائر، وهي:

- تغير في عرض النقود.
- سعر الصرف الاسمي - الفعلي.
- تحركات أسعار النفط.

وتشير الإحصائيات والتقارير إلى انخفاض هذا المعدل من 38.4% سنة 1994 إلى 15% سنة 1996، ليصل سنة 1998 إلى 5.73%، ثم إلى 3% سنة 2002. والجدول التالي يبين ذلك:

جدول رقم (26): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال سنوات 199-2004.

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004
متوسط معدل التضخم	2.6	4.8	3.5	3.00	2.59	4.0

Source : <http://www.dre.org> ONS_BA

إن الانخفاض في معدل التضخم جاء نتيجة انخفاض قيمة الدينار من جهة، ومن جهة أخرى نتيجة التعديلات التي أجريت على أسعار السلع التي كانت تدعمها الدولة، ونتيجة سياسة التحكم في الأجور من جهة ثالثة.

ومما لا شك فيه أن كل هذه العوامل أدت إلى تقليص القدرة الادخارية للعائلات، وهو ما أدى إلى انخفاض الطلب على الأدوات المالية الاستثمارية في سوق الأوراق المالية في الجزائر.

3- الاقتصاد الموازي

"الاقتصاد الموازي، أو ما يسمى الظل (الخفي) لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط، وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها، والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة، والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة، ومن ثم فإن الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة إذا ما أبلغت بها السلطات الضريبية.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القوة الدافعة الرئيسية لنمو حجم اقتصاد الظل هي تزايد أعباء المدفوعات الضريبية، وكذا مدفوعات الضمان الاجتماعي، وفي دراسة قام بها صندوق النقد الدولي على عينة متكونة من 84 بلدا من أنحاء العالم لقياس حجم اقتصاد الظل كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي الرسمي للفترة 1998-2000 تم تسجيل النتائج التالية:

- البلدان النامية 35% - 44%.

- بلدان التحول الاقتصادي 21% - 30%

- بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي 14% - 16%⁽¹⁾.

وتمثل هذه السوق، في الجزائر، قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية،

فريديريك شنابير ودومنيك انستي، الاختباء وراء الضلال، نمو الاقتصاد الخفي، قضايا اقتصادية، العدد 30، (1) صندوق النقد الدولي 2002، ص ص: 3-6.

فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهظة، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضاربة.

4- ضعف الحوافز الجبائية

ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، وبخاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجيء نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية، وتبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الاقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع، أو الخدمات، وحتى في الأصول المالية.

هذا ما يدفع المتعاملين الذين لحقهم الضرر من النظام الجبائي إلى تغيير سلوكياتهم الاستثمارية، الاستهلاكية، والادخارية من جهة، وتجعل من جهة أخرى النظام الضريبي الجزائري ينوع الضرائب، مثل ضريبة IBS التي تعادل 30% من الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، ومثل زيادة الضريبة على الدخل الإجمالي حتى IR التي تخضع مرة أخرى إلى (ازدواجية الضريبة) عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية الجزائرية.⁽¹⁾

5- ضعف الإفصاح والشفافية

يعاني المستثمرون، في العديد من أسواق الأسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو المقربين منهم، يحققون مكاسب كبيرة، أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات

أما في بورصة الجزائر فان المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات، وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار.⁽²⁾

6- طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

محمد براق وآخرون، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 25(1)

رقم 06، ماي 2006، رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية،⁽²⁾ المعهد الوطني للتجارة، ص: 38.

بالرغم من النصوص القانونية التي تنظم الشروط الواجب توافرها في الوسطاء سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو أشخاصا معنويين⁽¹⁾ إلا أن الرجوع إلى طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر COSOB يؤكد أن القانون يسمح للأشخاص الطبيعيين أن يمارسوا الوساطة المالية، إلا أن المتبع للوساطة المالية في الجزائر خمس شركات وساطة مالية معنوية فقط، على الرغم من أن القانون صدر في جويلية 1996، بمعنى أن اقتصار عدد الشركات على خمس لا يتناسب مع طول الفترة الزمنية، ويمكن تلخيص أنواع الوسطاء في بورصة الجزائر كما يلي:

جدول رقم (27) طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

الوسطاء في البورصة	طبيعة النشاط	رأس المال	تاريخ الحصول على الاعتماد	الهيئات المكونة للوسيط
الراشد المالي	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 01/99 في 1999/07/27	- صندوق إعادة التأمين. - البنك الجزائري الخارجي. - الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي.
الشركة المالية للاستشارة والتوظيف	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 02/99 في 1999/07/27	- الشركة الوطنية لتأمين. - البنك الوطني الجزائري. - بنك التنمية المحلية.
شركة التوظيف في القيم المنقولة.	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 03/99 في 1999/07/27	- الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين. - البنك الفلاحة والتنمية الريفية.
الشركة العامة المالية والاستثمار	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 04/99 في 1999/07/27	- القرض الشعبي الجزائري. - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط. - المؤسسة الجزائرية للتأمينات.
وسيط البنك الاتحادي	نشاط غير محدود	1000.000 دج	رقم 2000/01 في 2000/02/15	البنك الاتحادي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على صندوق النقد العربي، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية، أبو ظبي، 2004.

وما يمكن استخلاصه من الجدول:

- ان الإطار التشريعي بطيء، حيث أن القانون المنظم للوسطاء كان قد صدر في 1996 إلا أن شركات الوساطة المالية لم تعتمد الا في 1999/07/27.

المواد 7.6.5 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03 يتعلق⁽¹⁾ بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

- إن تركيبة شركات الوساطة المالية مكونة من بنوك وشركات تأمين، وهي كلها ملك للدولة، ومعنى هذا أن القطاع الخاص مستبعد.

- إن كل هؤلاء الوسطاء أشخاص معنويون لا يوجد فيهم شخص طبيعي كما ينص عليه القانون المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، ومعنى هذا ان الشخص الطبيعي الوسيط غائب إلى يومنا هذا.

- إن اختيار أن يكون الوسطاء في عملية البورصة، في المرحلة الراهنة، ممثلين في الهيئات المالية والنقدية بنوكا وشركات تأمين عمومية (مستثمرين تأسيسيين) إضافة إلى ضعف القدرة الادخارية للعائلات يعطي الانطباع بأن هيئات الوساطة في البورصة قد تهتم أكثر بتكوين محافظ مالية للبنوك التي تتبعها، ويخشى -في حالة عدم تعريض شركات المساهمة التي تضطلع حاليا بمهام الوسطاء في عمليات البورصة للتنافس فيما بينها بالقدر الكافي- أن تضيع مصالح المتعاملين الآخرين، وخاصة منهم الجمهور العريض.

7- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر.

من بين الأسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة هي أنها تعرض أمام المستثمر تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية ليختار منها ما يلائم إمكانياته وأهدافه، أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فإنه تتداول فيها ثلاثة أوراق مالية لثلاثة شركات، وهو عدد ضئيل بالمقارنة مع الأسواق العربية. والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم(28): عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية لعامي 2003-2004

الدولة	2003	2004	الدولة	2003	2004
المغرب	52	53	الجزائر	3	3
الأردن	161	192	السعودية	70	73
البحرين	44	45	الكويت	108	125
سلطنة عمان	141	123	أبوظبي	30	35
تونس	45	44	قطر	28	30
لبنان	14	16	مصر	967	792
السودان	47	48	دبي	13	18

المصدر: مناخ الاستثمار في الدول العربية لضمان الاستثمار، 2004 ص: 169

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن:

- بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة في عدد الشركات المدرجة في بورصات الدولية العربية، كما أن بورصات هذه الدول تشهد تطورات من سنة إلى أخرى وخير مثال على ذلك الكويت، الأردن وسلطنة عمان.

- إضافة إلى عدم تنوع الأوراق المالية في بورصة الجزائر، فإن حيازة الأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين محددة بسقف معين، فمثلا بالنسبة لأسهم مجمع صيدال، فإن الاكتتاب حسب أصناف المستثمرين كان كما يلي:⁽¹⁾

- الأجراء 40 سم للعامل.

- الأفراد 200 سم للفرد.

- المؤسسات المالية 300000 سهم لكل مؤسسة.

أشخاص معنويون آخرون 3000 سهم لكل شخص معنوي، وما يستخلص من هذا التعدد أنه يطغى عليه الطابع الاحتكاري للمؤسسات المالية، وأنه لا يشجع ادخار الأفراد والعائلات.

خلاصة الفصل الخامس

رغم الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف السلطات العربية لإرساء أسواق الأوراق المالية العربية والنهوض بها، ورغم تحسن أداء بعض هذه الأسواق مثل بورصة الأردن، إلا أنها مازالت لم تحتل المكان المناسب أمام أكبر المراكز المالية الدولية أو على الأقل بين أسواق الأوراق المالية الناشئة، وعليه فإن عدد من المعوقات لا تزال تقف أمام تطورها ولعل أبرز هذه المعوقات والتي جاءت في هذا الفصل هو عدم مسابقة القوانين والأنظمة للواقع، كما أنها تفتقر إلى الأطر التنظيمية التي تحكم طريقة عملها وقواعد تنظيم التعامل. كما أن المتعاملين فيها لا تتوفر لديهم الحماية الكافية بالإضافة إلى غياب التشريعات التي تفصل بين الدور الوقائي والدور التنفيذي في هذه الأسواق، كما تفتقر أسواق المال العربية إلى منشطي السوق أو ما يُعرف بصناع السوق.

تتسم أسواق الأوراق المالية العربية بضعف سيولتها وهو ما يجعل المستثمرين ينفرون منها، بالإضافة إلى عدم تنظيم مؤسسات الوساطة وأهم ما يعوق أسواق الأوراق المالية العربية هو صغر حجمها والذي يعكس قلة الشركات المفيدة فيها وضعف التداول وهذا الأخير راجع إلى ضعف الادخار ومنه قلة أو ضعف الطلب.

وتتشترك الجزائر مع الدول العربية في هذه العقبات ويمكن إضافة عقبات خاصة بورصة الجزائر بارتفاع معدلات التضخم وضعف الحوافز الجبائية.

أمام كل هذه المعوقات التي تحول دون تطور أسواق الأوراق المالية العربية والرقى بها إلى مصاف المراكز المالية الدولية المتقدمة فإنه من الضروري تجاوز هذه العقبات والبحث في إمكانية النهوض بها كل هذا سنتطرق له في الفصل الموالي من دراستنا.

⁽¹⁾ Infot Bourse, Bulletin de la COSOB, N°1, 1999 p : 29.

الفصل السادس

تفعيل أسواق الأوراق المالية

العربية وسبل الربط بينها

الفصل السادس: تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها

يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية العربية أنها تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق لآخر، ربما يكون هذا راجع إلى أنها في مراحل تطورها الأولى أي المرحلة الجنينية في أغلب الدول العربية، كما أنها تكاد تكون غير موجودة في عدد آخر من الدول والسبب في ذلك يعود إلى فقر أسواق الأوراق المالية إلى الأدوات المالية ونوعيتها والدرجة الكافية من العمق والسيولة، ويقف وراء كل ذلك كما رأينا في الفصل الخامس عدة عوائق منها ما يتعلق بالبيئة الكلية التي تعمل من خلالها هذه الأسواق ومستويات الادخار المحلي وعادات الاستثمار ومنها ما هو متصل بالسياسات الاقتصادية .

أمام كل هذه العوائق تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية، ذلك أن تطورها سيساعد على أن تلعب هذه الأخيرة دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية ذات الكفاءة العالية و خلق أسواق قادرة على المنافسة ومواجهة الصدمات الداخلية والخارجية ومن ثمة تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي بشكل عام.

وبالإضافة إلى ضرورة القضاء على هذه العقبات وتجاوزها هناك أيضا الحاجة إلى تكثيف الجهود لتحقيق الربط بين هذه الأسواق وفتحها على التداول الإقليمي، الأمر الذي سيساهم بدوره على نموها وهذا يتطلب فهم ومواجهة العقبات التي تحول دون هذا الربط والتنسيق في هذا المجال ولما لا لغيره من المجالات الاقتصادية الأخرى.

وفي هذا الإطار تلعب المؤسسات الإقليمية كصندوق النقد العربي دور مفيد في متابعة واقتراح حلول تساهم في تطوير أسواقنا العربية، بالإضافة إلى الجهود التي تقوم بها كل دولة منفردة بهدف الرقي بأسواق الأوراق المالية العربية وعليه سوف نتطرق إلى دراسة بعض الإسهامات لتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وكذا جهود الربط فيما بينها.

ولقد تم تقسم هذا الفصل الى مبحثين:

-إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية؛

-ربط أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلباتها التقنية.

المبحث الأول: إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية

في ضوء التحديات الكبيرة التي تواجه اقتصاديات الدول العربية تلبية للاحتياجات التمويلية المتزايدة في المنطقة وفي ظل العقبات التي تحد من أداء أسواق الأوراق المالية العربية الدور المطلوب منها في سد الفجوة التمويلية لذا أصبحت عملية البحث في سبل تجاوز هذه العقبات أصبحت أمرا مطروحا ومطلوب في نفس الوقت من أجل تعزيز استقرار الاقتصاد الكلي والإسراع في وتيرة النمو الاقتصادي وتمكين الأسواق المالية العربية من التكيف مع الصدمات الخارجية .

في هذه الإطار يسهر صندوق النقد العربي دائما على البحث في سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية، كما تعمل الدول الغربية كل على حذا في إجراء إصلاحات ة اقتراح حلول تحد من العوائق التي تزيل العوائق التي تحول دون تطور أسواق الأوراق المالية العربية ،لذا تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب :

- مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية؛
- عرض الدراسة المصرية في تفعيل سوقها للأوراق المالية؛
- اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر.

المطلب الأول: مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية

حظي موضوع تطوير الأسواق المالية العربية باهتمام خاص في اتفاقية إنشاء الصندوق، إذ نصت في مادتها الرابعة أن من بين الأهداف التي يسعى الصندوق إلى تحقيقها هو تطوير الأسواق المالية العربية كما نصت المادة الخامسة أن من الوسائل التي يستخدمها الصندوق في تحقيق أغراضه تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء.

وعند إنشاء الصندوق، كانت الجهود العربية المبذولة في هذا المجال تستهدف إنشاء سوق أوراق مالية عربية.

ويذكر في هذا الصدد أن الأمانة العامة لجامعة الدول العربية تقدمت إلى المجلس الاقتصادي والاجتماعي بمقترح إنشاء ذلك السوق مدفوعة نحو ذلك بالاهتمام الذي أخذ هذا الموضوع يلقاه إثر ظهور الفوائض المالية لدى الدول العربية المصدرة للنفط وما تبع ذلك من محاولات لإنشاء أسواق أوراق مالية في عدد من الدول العربية لتشجيع انسياب رؤوس الأموال فيما بينها. ووافق المجلس الاقتصادي والاجتماعي في عام 1976 م على مقترح الأمانة من حيث المبدأ، ثم كلف المجلس محافظي المصارف المركزية باستكمال الدراسات التي أعدتها الأمانة حول الموضوع والنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق.

كما أبرز تقرير اللجنة الفنية التي شكلها مجلس محافظي المصاريف المركزية أمرين، الأول هو أن الأسواق المالية في الدول العربية كانت تعاني من الكثير من القصور ومن عدم توفر قنوات الاتصال فيما بينها. أما الأمر الثاني، والذي جاء نتيجة للأمر الأول، فهو محدودية التدفقات المالية على أسس تجارية بين الدول العربية.

ونتيجة لتلك العوامل، لم تتوفر قنوات للاتصال فيما بين هذه الأسواق، لفتح مجالات التعامل، وبالتالي تسهيل انسياب التدفقات المالية على أسس تجارية فيما بينها على الرغم من الإمكانيات المتاحة في شكل فوائض في جانب الدول العربية المصدرة للنفط، والطلب المتزايد على التمويل الخارجي في جانب الدول العربية الأخرى.

وسنتناول من خلال هذا المطلب جهود الصندوق في سبيل تطوير الأسواق المالية في الدول العربية من خلال :

- برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية ؛

- جهود الإصلاح الاقتصادي وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية؛

1- برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية¹¹²

سعى الصندوق في بداية عمله للتعرف عن كثب على متطلبات تطوير الأسواق المالية في الدول العربية بحيث يمكن له في ضوء تطور قدراته الفنية وزيادة معرفته لمتطلبات تطوير هذه الأسواق وضع برنامج عمل له في هذا المجال.

وفي هذا السياق، نظم الصندوق في أوائل عام 1984 م مؤتمر "أسواق رأس المال في الدول العربية، واقعا ومجالات تطويرها" بهدف مراجعة وتقييم التطورات الحديثة في هذه الأسواق. وفي ضوء ما انتهى إليه المؤتمر من توصيات، وبناء على ما تجمع لديه من خبرات ودراسات، بلور الصندوق برنامج عمل في مجال الأسواق المالية تضمن ثلاث بنود رئيسية وهي :

القيام بمسوحات ودراسات ميدانية لأسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء للتعرف على الأوضاع القانونية والمؤسسية، وإنشاء قاعدة معلومات عن أنشطة هذه الأسواق، وتقديم المساعدة الفنية للدول الأعضاء في تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها.

وقد تم التوسع في هذا البرنامج في ضوء احتياجات المراحل المختلفة لتطوير ونمو الاقتصادات العربية. فقد أنشأ الصندوق لأحقا آلية متخصصة لتقديم خدمات تقييم الملاءة الائتمانية، وتوسع في تقديم العون المادي والفني للإصلاحات الاقتصادية الكلية بصورة عامة وكذلك الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي في إطار تسهيل التصحيح الهيكلي.

- صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، جوان، 2003، ص ص: 5-19.112

وقد استهدف الصندوق العمل من خلال هذا البرنامج على مساعدة الدول العربية في إنشاء وتطوير أسواقها المحلية وفق المعايير الدولية، وبما يحقق درجات متنامية من التوافق في مسار نموها في إطار البيئة الاقتصادية الكلية الأكثر استقراراً وملاءمة لتطور هذه الأسواق.

1-1 المسوحات والدراسات الميدانية

استهدفت المسوحات والدراسات التي أجراها الصندوق الوقوف على العوامل التي كانت تحول دون نمو وتطور هذه الأسواق وانفتاحها على بعضها البعض، والتقدم باقتراحات حول الخطوات العملية التي يجب اتخاذها لتذليل تلك المعوقات. وشملت تلك الدراسات الدول التي كان لديها أسواق لأوراق المالية قائمة، أو تلك التي كانت تشير أوضاعها احتمال قيام أسواق فيها، وغطت الأوضاع القانونية والمؤسسية المتعلقة بتلك الأسواق.

وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن الصندوق أعد دراسات حول عشر دول عربية شملت الأردن والإمارات والبحرين وتونس والجزائر وعمان وقطر والكويت ومصر والمغرب. وقد تم إرسال الدراسات، التي استمر العمل في إعدادها فترة عامين، إلى السلطات المختصة في كل دولة للاستفادة منها والنظر في وضع التوصيات الواردة فيها موضع التنفيذ في ظل سياستها الوطنية.

ولقد خلصت تلك الدراسات المسوحات إلى أن هناك جملة من المعوقات تحول دون تطور هذه الأسواق في الدول الأعضاء والتي يجب العمل على تذليلها، ممن أهمها قصور الأنظمة التشريعية المنظمة لهذه الأسواق، وضيقها وانعدام الأسواق الثانوية فيها، وهيمنة القطاع العام على النشاط الاقتصادي وضعف دور القطاع الخاص، وقلة عدد الشركات المدرجة فيها، وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية التي توفرها، وندرة المؤسسات التي تقوم بوظيفتي الوساطة المالية وصناع السوق، وعدم توفر الوعي الاستثماري، وأخيراً عدم توفر الاستقرار الاقتصادي في عدد منها.

1-2 الدراسات والندوات

في إطار سعيه لزيادة الوعي الاستثماري وتوفير المعلومات الوافية حول أسواق الأوراق المالية العربية وما توفره من إمكانيات للاستثمار المحلي والأجنبي، فإنه وبجانب إنشاء قاعدة البيانات الخاصة بالأسواق المشاركة وإصدار النشرة الفصلية عن أنشطة هذه الأسواق، تضمن برنامج عمل الصندوق إعداد الدراسات وتنظيم الندوات المتخصصة حول أنشطة هذه الأسواق.

وشملت الدراسات أبحاثاً عامة حول أوضاعها وتطورها، ودراسات خاصة تناولت قضايا معينة بغية مساعدة الجهات المعنية على معالجتها، مثل تقييم تجربة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية في تطبيق القواعد الموحدة لتملك وتداول أسهم الشركات، وتقييم دور أسواق الأوراق المالية لدول المجلس في جذب الاستثمارات الأجنبية الخاصة والمعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، ودور أسواق المالية والقطاع المصرفي في تمويل القطاع الخاص.

كما نظم الصندوق عدداً من الندوات المتخصصة حول أسواق الأوراق المالية العربية بالتعاون مع المؤسسات العربية والدولية المعنية. وعمل في هذا الإطار على تخصيص أكثر من ندوة من الندوات السنوية المشتركة التي ينظمها بالمشاركة مع الصندوق العربي لانتماء الاقتصادي والاجتماعي لهذا الموضوع.

وأخيرا حرص الصندوق على التعاون مع اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية حيث يتمتع بصفة عضو مراقب. وبالإضافة إلى ذلك، انتسب الصندوق إلى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، لمتابعة التطورات على صعيد هذه المنظمة، خاصة فيما يتعلق بجهودها الرامية إلى وضع السياسات والإجراءات لتنظيم أنشطة أسواق الأوراق المالية العالمية والرقابة عليها بما يكفل سلامة التعامل فيها.

1-3-1 قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية

1-3-1 الأغراض

كانت ندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية محليا أو علميا عن أسواق الأوراق المالية العربية هو المبرر الذي دفع بالصندوق لإنشاء هذه القاعدة ليتمكن له من خلالها جمع المعلومات والبيانات الرسمية والموثوقة عن أوضاع ونشاطات هذه الأسواق، ومعالجتها بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أداءها باستخدام منهجية موحدة يتم نشرها بصورة دورية ومنتظمة.

وذلك بهدف تحقيق مجموعة من الأهداف من أهمها المساعدة على تنمية الوعي الاستثماري العربي، والإعلام بنشاط أسواق الأوراق المالية العربية وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية وكمجال لاستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعملية تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام.

كما شملت هذه الأهداف ضمان استمرارية النشر وتدفق المعلومات عن أوضاع ونشاط هذه الأسواق بصورة دورية ومنتظمة، وذلك بعد إعدادها على أسس موحدة لتيسير المقارنة بينها مع إجراء التحليلات المالية اللازمة واحتساب المؤشرات التي تبين اتجاهات التداول والأسعار في كل سوق. وبالإضافة إلى ذلك، شملت أهداف قاعدة البيانات تمكين الصندوق والجهات المهتمة من مسؤولين وخبراء وباحثين من الاستفادة من البيانات المحدثة في إعداد الدراسات المتخصصة والتقارير الدورية عن هذه الأسواق.

وأخيرا، فإن من أهدافها المساعدة على تقييم مدى التنسيق والتشابه الذي يحدث في أسواق الأوراق المالية العربية المختلفة على أساس البيانات المجمعة عن أوضاعها ونشاطها بحيث يمكن بحث احتمالات الربط بين كل منها وبين أسواق عربية أخرى متشابهة في أنظمتها ومستوى تطورها. فقاعدة البيانات تساهم في التنسيق التدريجي الذي يؤمل أن يؤدي إلى الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

1-3-2 آلية التعامل

يرتكز عمل قاعدة البيانات على التعاون الوثيق بين الصندوق، حيث يوجد المركز، وأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة.

ولذلك، حرص الصندوق على توفير الدعم اللازم لهذه الأسواق في إطار هذا المشروع، حيث عمل على تزويدها بأجهزة الحاسوب والبرمجيات ذات التقنية الحديثة اللازمة لربطها بمركز قاعدة البيانات لديه، بالإضافة إلى تدريب المختصين فيها، والذين تم اعتمادهم كمراسلين في هذه الأسواق، على المنهجية العلمية والتقنيات الخاصة بجمع البيانات على أداء الأسواق وإرسالها إلى الصندوق.

ولتطوير التعامل مع الأسواق المشاركة في قاعدة البيانات من خلال مواكبة التطورات في التقنية بصورة مستمرة، حرص الصندوق على تحديث الأجهزة والبرمجيات التي يوفرها لهذه الأسواق وعلى توفير التدريب المتواصل للمراسلين لرفع كفاءتهم في استخدام هذه الأجهزة وإطلاعهم على التطورات الحديثة في مجالات عملهم. وقد نظم الصندوق عددا من الدورات التدريبية المتخصصة لهؤلاء المراسلين.

3-1-3 النشرة الفصلية عن أداء الأسواق المشاركة

استنادا إلى البيانات التي توفرها قاعدة البيانات أسواق الأوراق المالية العربية، بدأ الصندوق بإصدار نشرة فصلية حول التطورات في هذه الأسواق تحت عنوان " النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية «، وهي الأولى من نوعها في الدول العربية.

وقد صدر العدد الأول من النشرة في شهر أبريل 1995 م ويغطي كل عدد من هذه النشرة معلومات وبيانات يمكن تقسيمها إلى قسمين، يتعلق الأول بتطورات وأداء السوق، ويتضمن تحليلا لنشاط السوق النظامي في الدول المعنية عن طريق مقارنة التغير في حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، وعدد الشركات المدرجة، وإجمالي القيمة السوقية.

وأخذا بأن قرارات المستثمرين لا تستند فقط على الإلمام بأوضاع الشركات ونشاط التداول، يتضمن القسم الثاني من النشرة تحليلا للتطورات ذات العلاقة بنشاط السوق في صورة عرض موجز لأوضاع الاقتصاد الكلي وأوضاع المالية العامة والقطاعين النقدي والخارجي مع التطرق إلى آخر المستجدات على الصعيدين التشريعي والمؤسسي.

وبالإضافة إلى ما سبق، تضمنت الأعداد الأولى من النشرة فصلا خاصا عن أحد الأسواق المشاركة بقاعدة البيانات تناول نشأته وتطوره وأهدافه. كما أصدر الصندوق عددا خاصا أستعرض الأطر التشريعية والمؤسسية للأسواق وشروط ومتطلبات الإدراج فيها ونظم الإفصاح والرقابة والتسوية والمقاصة المستخدمة وأنواع الأدوات المالية المتداولة وشروط الاستثمار للأجانب، بالإضافة إلى معلومات عن شركات الوساطة المرخصة وكيفية التعامل معها. وقد استهدف الصندوق من وراء إصدار ذلك العدد بأن يكون بمثابة دليل للمستثمرين في هذه الأسواق. وينطبق هذا التقليد على كل سوق ينضم إلى قاعدة البيانات.

كما تشمل النشرة مؤشر صندوق النقد العربي يتم احتسابه لكل سوق بالإضافة إلى مؤشر السوق المحلي. ولاحتساب المؤشر، يختار النظام المعمول به بيانات لعينة من الشركات المدرجة في السوق المعني تمثل قيمتها السوقية لإجمالي الشركات المدرجة في السوق. والجدير ذكره أنه يتم مراعاة عدة معايير عند اختيار العينة، أولها حجم القيمة السوقية.

أما المعيار الثاني فهو حجم ونشاط التداول لأسهم الشركة، حيث يراعى أن تشمل العينة الشركات الأكثر تداولاً ونشاطاً في السوق. وأخيراً تأخذ العينة في الحسبان جميع القطاعات والفعاليات الاقتصادية المتواجدة في السوق بحيث تتضمن أسهم لشركات من جميع القطاعات مع مراعاة نسبة حجم قطاع معين إلى الحجم الإجمالي للسوق.

وأخيراً تتضمن نشرة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يتم عند احتسابه دمج جميع أسهم العينات للأسواق المشاركة في عينة واحدة. وتجري مراجعة أسهم العينة لكل سوق بشكل دوري للتأكد من توافر المعايير الثلاثة المذكورة.

3-1-4 النشرة اليومية عن أداء الأسواق المشاركة

منذ العاشر من جوان 2002، بدأ الصندوق بنشر بعض المؤشرات الأساسية حول الأسواق المالية المشاركة في قاعدة البيانات بصورة يومية على صفحاته في شبكة الإنترنت. وتشمل هذه المؤشرات على وجه الخصوص رسملة البورصات المعنية، وحجم التداول فيها ممثلاً في عدد الأسهم المتداولة، وقيمتها وعدد الصفقات، وعدد الشركات المدرجة، هذا بالإضافة إلى مؤشر الصندوق حول أداء هذه الأسواق.

1-4 تقييم الملاءة الإئتمانية

أظهرت التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، وكذلك نتائج أعمال الدراسات التي أعدها الصندوق والندوات التي نظمها في هذا المجال، أن من الأمور التي تفتقر إليها هذه الأسواق والتي من شأنها أن تساهم في تعزيزها توفر خدمات تقييم الملاءة الإئتمانية.

ويأتي الاهتمام بخدمات تقييم الملاءة الإئتمانية في الدول العربية في إطار الجهود المبذولة لتنشيط التداول في أسواق الأوراق المالية وزيادة أنواع الأوراق المالية المتداولة فيها حسب فترات الاستحقاق والجهات المصدرة لها وكذلك توسيع قاعدة المستثمرين في هذه الأوراق.

فخدمات التقييم تعمل على معالجة النقص في البيانات المالية للجهات المصدرة لهذه الأوراق وكذلك اختلاف النظم المحاسبية المتبعة. وهي تعني بتقييم وتصنيف المقترضين ومصدري أدوات الدين حسب قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم عند استحقاقها وبصورة منتظمة.

وتشجع خدمات التقييم على تطور هيكل أسعار الفائدة بحيث تعكس هذه الأسعار مخاطر الائتمان بالاستثمار في أدوات الدين أو الاقتراض المباشر. ويؤدي تطور هيكل لأسعار الفائدة على النحو إلى توسيع إصدار الأدوات الاستثمارية المختلفة من الأوراق المالية والبدائل الاستثمارية التي تطابق احتياجات المستثمرين والمقترضين.

وبالإضافة إلى ذلك، فإن تقييمات الملاءة الإئتمانية وتصنيف المقترضين على أساس تعزز من قدرات أجهزة الرقابة الرسمية كالبنوك المركزية وهيئات أسواق المال في عملية الإشراف والرقابة على نشاط المؤسسات المالية، وبذلك تساهم في حماية حقوق المتعاملين والمستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية.

-الشركة العربية لتقييم الملاءة الإئتمانية

أنشأ الصندوق هذه الشركة من أجل توفير تقييم الملاءة الإئتمانية على الأسس العلمية المتعارف عليها دولياً وسد احتياجات أسواق الأوراق المالية في هذا المجال. وقد تم تأسيسها بالمشاركة بين الصندوق ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي ومجموعة (فيتش إيبكا)، وهي إحدى كبريات

شركات التقييم في العالم. ولقد تم التوقيع على اتفاقية الشركة في شهر أكتوبر من عام 1995 وتم تأسيسها في شهر مارس من عام 1996.

وإلى جانب المساهمة في توسيع وتعميق أسواق الأوراق المالية المحلية، استهدفت الشركة توفير خدماتها بحيث تسهل مقارنة البدائل الاستثمارية في مختلف الدول العربية باستخدام منهجية موحدة للتقييم، وهي المنهجية الخاصة بمجموعة (فيتش إيبكا)، الشريك الفني، والمعتمدة في كافة المراكز المالية العالمية من قبل السلطات المعنية.

وفي هذا السياق، اعتمدت الشركة نظاما موحدا لتقييم وتصنيف ملاءة الجهات المصدرة للأوراق المالية وأدوات الدين الصادرة عنها والمصارف ومؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية والشركات بما يسمح بالمقارنة بينها على أساس عملية موضوعية ومتسقة، الأمر الذي من شأنه أن يمكن المستثمر العربي والأجنبي على حد سواء من وضع إستراتيجية استثمار مع الأخذ بعين الاعتبار للبدائل المتوفرة على أساس المخاطر والعوائد المترتبة على الاستثمار فيها.

استهدفت الشركة إنشاء شركات تابعة لها في الدول العربية بحيث تغطي خدمات هذه الشركات كافة الدول العربية. وفي هذا الإطار تم إنشاء شركة تابعة في تونس، وهي شركة المغرب للتقييم، وشركة تابعة أخرى في مصر تحت اسم شركة النيل لتقييم وتصنيف الأوراق المالية. ومن المتوقع أن يتم تأسيس شركات أخرى في الدول العربية حيث يتوفر طلب كاف لخدمات التقييم يدعم قيام هذه الشركات على أسس تجارية.

وقد شهد عام 2001 انتقال كامل ملكية الشركة العربية لتقييم الملاءة الإنمائية إلى شركة فيتش التي كانت حصتها قبل ذلك تمثل 60 في المائة من رأس المال، حيث وافق كل من صندوق النقد العربي ومؤسسة التمويل الدولية على الاستجابة لرغبة شركة فيتش في تملك أسهم كل منهما.

وقد قرر مجلس المديرين التنفيذيين في اجتماعه الأخير لعام 2001، أن مساهمة الصندوق في إنشاء الشركة قد حققت أغراضها، وأن ذلك بالإضافة إلى ضمان استمرارية دور الشركة وتطويره في المنطقة وفر الفرصة الملائمة لانسحاب الصندوق من الشركة وبالتالي لبيع حصته فيها.

2- جهود الإصلاح الاقتصادي وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية

أدت جهود الإصلاح الاقتصادي في الدول الأعضاء، والتي حرص الصندوق على دعمها ومساندتها إلى الاقتناع بأهمية الدور الذي يمكن للأسواق المالية العربية أن تلعبه في مسيرة التنمية. وقد أخذ دور هذه الأسواق في توفير الاحتياجات التمويلية يكتسب أهمية متزايدة مع اعتماد أعداد متزايدة من الدول الأعضاء على آلية السوق في تخصيص الموارد، وإفساح المجال للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، ولجوء السلطات فيها إلى المصادر غير التضخمية لتمويل العجزات في الموازنات المالية.

وقد شملت مساندة الصندوق لهذه الجهود وضع السياسات الملائمة لتطوير هذه الأسواق في إطار برامج التصحيح الاقتصادي الشامل التي وفر الصندوق الدعم المالي والفني للدول الأعضاء لوضعها وتنفيذها.

كما ملت المساندة تقديم المعونة الفنية لبعض هذه الدول من أجل إنشاء وتطوير أسواقها. ومنذ إنشاء تسهيل التصحيح الهيكلي، أصبح تطوير هذه الأسواق يحظى باهتمام أكبر في برامج التصحيح الهيكلي التي يدعمها الصندوق لتطوير القطاع المالي والمصرفي في الدول الأعضاء.

ونتيجة لهذه الجهود، شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورا ملحوظا شمل جوانبها المختلفة في ذلك التنظيمية والتشريعية أدت إرساء بنية سليمة لهذه الأسواق يجري تطويرها بصورة متواصلة. وفي مجملها، تستهدف تلك التطورات زيادة كفاءة الأسواق المالية وتعزيز الدور الرقابي لها وتنشيط التعامل فيها.

كما استهدفت تطوير الأنظمة الضريبية وتبسيط الإجراءات الإدارية وتوفير المناخ الملائم لتلبية احتياجات المتعاملين واستحداث أدوات مالية جديدة تهدف إلى إيجاد فرص استثمارية لمختلف فئات المستثمرين، وتحسين سرعة وسهولة ودقة عملية التداول وتعزيز الشفافية والإفصاح، بالإضافة إلى الارتقاء بكفاءة العاملين في مجال أسواق الأوراق المالية والتشديد على قواعد السلوك المهني. ويمكن إيجاز هذه التطورات بما يلي:

2-1 تعزيز الدور الرقابي للسوق

اتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص.

وفي هذا الجانب، تم في غالبية الدول العربية تنفيذ أحكام قوانين الأوراق المالية الهادفة إلى إعادة هيكلة السوق، والتي تم بموجبها فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم وتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ نهاية عام 2002 سبعة أسواق، وهي الأسواق في كل من الأردن ومصر وعمان وتونس والمغرب والإمارات والجزائر. أما في بقية الدول العربية، فإن أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معا الرقابي والتنفيذي.

2-2 تعزيز الشفافية والإفصاح

أولت الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر.

فمن جانب السوق، اتسع نطاق التعليمات والمعلومات والبيانات التي أصبح يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها تشمل مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق ومعتمدي المهن بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول ومؤشرات المالية الرئيسية. وفي هذا الجانب، تقوم معظم أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار. كما أبرمت معظم هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية منها شركتي رويترز وبلومبيرج.

ويلاحظ كذلك توجه هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الإنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها. وقد ضمنت مواقع البورصات العربية على هذه الشبكة معلومات عن التداول، يتم تحديثها بشكل يومي، بالإضافة إلى معلومات تاريخية تحتوي على سلاسل زمنية لكافة البيانات المتعلقة بنشاط البورصات، وكذلك أهم التشريعات والقوانين المتعلقة بهذه الأسواق.

ومن جانب آخر أولت هذه الأسواق اهتماما كبيرا لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة فيها. فبالإضافة إلى التقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من الدول العربية، أصبحت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية تلزم الشركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية.

2-3 تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية

اتجهت معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة. وبصورة عامة، فإن المستثمر المؤسسي يسعى إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية.

أما المستثمر الفرد، من ناحية أخرى، فيهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة. حيث أن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، فإن من شأن ذلك أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في البورصات العربية. وفي هذا الجانب عملت السلطات في الدول العربية على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركة التأمين بالتعامل في هذه الأسواق.

ومن جانب آخر، تسعى البورصات العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدايل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار.

وتجدر الإشارة أن صناديق الاستثمار التي قد تم تأسيسها في جميع أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات تعتبر من أنسب الأدوات لحشد المدخرات واجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية، فهي توفر آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد لا تسمح حجم الاستثمار الفردي المباشر بتحقيقها. كما تفسح هذه الصناديق للمستثمرين العرب المقيمين في الخارج والمستثمرين الأجانب المجال لتوظيف مدخراتهم في أسواق الأوراق المالية العربية دون الحاجة إلى تواجدهم في المنطقة. وبالإضافة، توفر هذه الصناديق قنوات للمستثمرين الوافدين المقيمين في الدول العربية ومجالا

للدخول إلى أسواق الأوراق المالية المحلية، ذلك أن حق المستثمر في هذه الصناديق يقتصر على حصة في الأوراق المالية التي تستثمر بها موارد الصندوق ونسبة مماثلة من عوائدها.

2-4 تشجيع الاستثمار الأجنبي

تم في معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار هدفت في مجملها، إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق. وفي هذا الإطار، عملت الدول العربية على فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

ويمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى الدول التي لا تفرض أي قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وتشمل مصر، المغرب، الأردن، الجزائر ولبنان.

أما المجموعة الثانية فتشمل الدول التي تفرض مثل هذه القيود ولكن بنسب متفاوتة، وهي تونس ودول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. ففي تونس، يسمح للمستثمر الأجنبي بامتلاك ما لا يزيد عن 50% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة.

وفي السعودية والكويت، يسمح للأجانب الاستثمار في الأسهم عبر صناديق الاستثمار، وفي الإمارات، يسمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم الإماراتية من خلال صناديق الاستثمار، كما أجاز قانون الشركات للأجانب بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد على 49% في حال سمحت الأنظمة الداخلية للشركات بذلك. وفي عُمان، يسمح للأجانب بتملك الأسهم في الشركات حديثة الإدراج، وتصل نسبة التملك إلى 49% وإلى 100% لبعض الشركات. وفي البحرين، يسمح لمواطني مجلس التعاون لدول الخليج العربية بتملك ما نسبته 100% إن روى أن في ذلك مصلحة للاقتصاد الوطني. وفي قطر، يسمح لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد على 25% من أسهم الشركات المساهمة العامة وذلك بعد موافقة الجمعيات العمومية لهذه الشركات باستثناء شركات البنوك والتأمين.

2-5 تعديل الأنظمة الضريبية

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

وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تمتلك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة 10%. وبالإضافة إلى ذلك، عملت بعض الدول على تعديل الأنظمة الضريبية المتبعة فيها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على إدراج أسهمها في السوق.

2-6 مكنة أنظمة التداول

اتخذت معظم أسواق الأوراق المالية العربية خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين. وقد نتج عن ذلك استحداث أنظمة تداول آلي متطورة في أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة كما اتجه بعض من هذه الأسواق إلى إدخال خدمة التداول عن بعدو هي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها هذه الأسواق وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

المطلب الثاني: عرض الدراسة المصرية في تفعيل سوقها للأوراق المالية

شهد سوق الأوراق المالية المصري تطوراً ملحوظاً منذ تبني مصر برنامج الإصلاح الاقتصادي وصدور قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 م ولائحته التنفيذية في عام 1993م، وقد بذلت جهود كثيرة لتطوير هذا السوق إلا أن حجم الطلب على الأوراق المالية يحتاج الكثير من الإجراءات التي تعمل على تحفيزه وهو ما ينعكس بالتبعية على زيادة حجم السوق ودرجة سيولته. ولهذا جاءت هذه الدراسة لتحليل مكونات الطلب في هذا السوق والعوامل المؤثرة فيه وصولاً إلى تحديد أهم السبل التي تؤدي تنشيطه لرفع الكفاءة وأداء سوق الأوراق المالية.

وفيما يلي عرض ملخص لهذه الدراسة:¹¹³

1- عناصر تنمية الطلب على الأوراق المالية: وشملت العناصر الموالية:

- زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية؛
- تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد؛
- الطلب من قبل المؤسسات غير البنكية (المالية وغير المالية)؛
- عناصر ضرورية لتشجيع الطلب الأجنبي وتحقيق استقرار السوق؛

1-1 زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية

نظراً لانخفاض العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية وعدم استقراره، تم إقتراح إعادة النظر في تخفيض سعر الفائدة، وإعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين المؤسسيين، ويقترح في ذلك، أن يعفى جزء من الدخل الخاضع للضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية، بشرط أن يظل مستثمراً في الأوراق المالية لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات وتوكل هذه المهمة إلى البنك المركزي ووزارة المالية.

هالة حلمي سعيد، نجوى عبد الله سمك، وآخرون، مرجع سبق ذكره، 2001 ص: 126. ¹¹³

2-1 تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد: من أجل تعميق الوعي الإعلامي عن سوق المال والاستثمار في الأوراق المالية تم اقتراح:

- إتاحة فترات كافية لبث برامج في الإذاعة والتلفزيون للجمعيات المهنية العاملة في سوق المال.
- تبني وزارة الاقتصاد بالاشتراك مع وزارة الإعلام حملة إعلامية للتوعية لجذب صغار المدخرين.
- إنشاء قناة تليفزيونية متخصصة في الثقافة الاقتصادية لتوعية وجذب صغار المدخرين.
- ويتم تكليف وزارة الإعلام، وزارة الاقتصاد، البورصة وهيئة سوق المال.

3-1 الطلب من قبل المؤسسات غير البنكية: وبسبب ضعف أداء صناديق الاستثمار وقلة عددها، انخفاض النسبة المستثمرة من أموال قطاع التأمين. أي التأمينات والمعاشات وشركات التأمين، وصندوق توفير البريد. تم إقتراح الإجراءات الآتية :

- إنشاء مزيد من صناديق الاستثمار بأنواع مختلفة وزيادة رأس مالها حتى يرتفع نصيبها النسبي من رأس المال السوقي.

- تكوين جماعة لحملة وثائق صناديق الاستثمار للإشراف والرقابة على أداء الصناديق.

- ضخ نسبة حوالي 10% من أموال التأمين والمعاشات للاستثمار في بورصة الأوراق المالية مع الأخذ في الاعتبار أن يتم توجيه وإدارة هذه الاستثمارات من خلال الخبراء المتخصصين من المؤسسات العاملة في سوق رأس المال.

- السماح لهيئة التأمين والمعاشات باستخدام الزيادة السنوية في مواردها للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

- خلق كيانات جديدة مثل صناديق التأمين والمعاشات الخاصة وزيادة النسبة المستثمرة من قبلها في الأوراق المالية والسماح بطرح نظام بديلة اختيارية أمام العاملين بدلا من النظام الإجباري الحالي. أو الإفادة من تطبيق خطة مثل خطة (401) ك لادخار التقاعد، والإفادة منها بتوجيه هذه المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية.

- تشجيع شركات التأمين على استثمار جزء من محافظها المالية في الأوراق المالية.

- الاستفادة من أموال صندوق توفير البريد والسماح له باستخدام نسبة من موارده الجديدة (سنويا) للاستثمار في البورصة. والعمل على اجتذاب جزء من أموال هيئة الأوقاف للاستثمار في الأوراق المالية.

والجهة المتخصصة لتطبيق هذه الاقتراحات هي كل من: وزارة المالية، بنك الاستثمار القومي، هيئة التأمينات الاجتماعية، وزارة الأوقاف.

4-1 عناصر ضرورية لتشجيع الطلب الأجنبي وتحقيق استقرار السوق

ونتيجة لانخفاض نسبة الطلب الأجنبي، وتقلبات الطلب الأجنبي، تم تكليف البنك المركزي بتطبيق

الإجراءات المقترحة الآتية:

- القضاء على مشكلات المستثمر الأجنبي الخاصة بتحويلات النقد الأجنبي.

- واقعية الصرف، وتحديد عند مستوى يتلاءم مع قوى السوق.

تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين المحليين لموازنة تحركات رؤوس الأموال الأجنبية الجماعية، مما يساعد على استقرار السوق.

2- الجوانب الأخرى الموازية لتنمية الطلب⁽¹⁾

- بالإضافة إلى تنمية الطلب، هناك عناصر أخرى يجب مراعاتها لتفعيل سوق الأوراق المالية وهي:
- استكمال برنامج الخصخصة واستمرار مظاهر التدخل الإداري في آليات السوق؛
- الرقابة والتدخل بين السلطات؛
- الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية؛
- مشكلات البنية الأساسية للسوق ومشكلات تخص الكوادر البشرية؛
- قواعد القيد والإصدار؛
- الرقابة على أداء الشركات.
- **1-2 استكمال برنامج الخصخصة:** من أجل تحويل بعض مؤسسات الدولة وهيئاتها الاقتصادية لشركة تتعامل وفقا لقوى السوق، تحقيق المزيد من الانضباط المالي للدولة، ونتيجة لبطء عمليات الإصلاح المالي والإداري للشركات العامة، وكذا بطء بيع الأسهم المملوكة للقطاع العام في الشركات المشتركة، بالإضافة إلى تباطؤ تطبيق برنامج الخصخصة تم اقتراح الإجراءات الآتية:
- تحويل بعض هيئات ذات الطبيعة الخدمية لشركة مساهمة قابضة يتبعها مجموعة من الشركات التابعة، بما يسمح بطرح أسهم الشركات التابعة ذات الأداء الجيد الربحية المرتفعة للاكتتاب العامة المحلي والخارجي، كما يمكن طرح جزء من رأس مال هذه الشركات القابضة للبيع في سوق الأوراق المالية.
- وتم اقتراح كل من وزارة النقل، ووزارة الإسكان كجهات مختصة لتنفيذ هذه الإقتراحات.
- تفعيل مبدأ الموازنة العامة للدولة سواء في جانب الإيرادات أو الإنفاق أو في مصادر تمويل العجز المالي واستخدام أدوات السوق في تمويل العجز المالي:
- لجوء الحكومة للسوق لتمويل العجز الفعلي من موارد
- قصر إصدار أي سندات لتمويل العجز الحكومي على وزارة المالية لتوحيد الدين العام وحصره (عدم إصدار بنك الاستثمار القومي لأي سندات دين عام واستهلاك سندات التنمية التي يصدرها والتي لا يتم التداول عليها)
- تحويل المبالغ السابقة استقطاعها من إيرادات شركات القطاع العام تحت مسمى (5% لشراء سندات حكومية) لصالح الخزنة العامة.
- وتقوم وزارة المالية، ووزارة التخطيط، ووزارة الأعمال العام بتطبيق هذه الإجراءات.
- تشجيع شركات رأس المال المخاطر للقيام بهذه المهمة:
- وضع قواعد للعقود التي يمكن أن تبرم مع هذه الشركات.
- وضع حد أقصى لمدد الإصلاح المالي والإداري للشركات العامة قبل الطرح.

130. هالة حلمي سعيد، نجوى عبد الله سمك، وآخرون، مرجع سبق ذكره، 2001 ص: (1)

- تشجيع وجود أنواع جديدة من المؤسسات المالية غير البنكية مثل مؤسسات شراء الفواتير بالجملة ومؤسسات التمويل العقاري حيث تتيح هذه المؤسسات التمويل والسيولة للشركات، بما يساعد على تحقيق الإصلاح المالي لها. وتم تكليف كل من: وزارة الاقتصاد، الهيئة العامة لسوق المال، وزارة قطاع الأعمال العامة.
- وضع جدول زمني لبيع الأسهم، مع توزيع بيعها على مختلف القطاعات دون التركيز على قطاع واحد. وتقوم وزارة قطاع الأعمال العامة بتنفيذ هذا الإجراء.
- تشجيع الخوصصة بالبيع لمستثمر استراتيجي أجنبي من 60% من رأس المال لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر وتوفير نقد أجنبي .
- ولتشجيع السوق المحلي يمكن أن يشترط على المستثمر الأجنبي الطرح العام لنسبة من أسهمه في السوق بعد فترة زمنية يتفق عليها وبحد أدنى سنتين حتى يتم تنفيذ المستثمر الأجنبي للإصلاح المالي والإداري للشركة قبل بيعها للآخرين
- استكمال برنامج الخوصصة أسهم القطاع العام في البنوك المشتركة لبنوك ومؤسسات مالية دولية.
- النظر في خوصصة بنوك القطاع العام عن طريق طرح سندات قابل للتحويل الى أسهم.
- 2-2- استمرار مظاهر التدخل الإداري في آليات السوق:** من مظاهر التدخل الإداري في آليات السوق، مشكلات سوق الصرف الأجنبي وانعكاساتها على المستثمر الأجنبي. وتم اقتراح الاجراءات الآتية:
 - سرعة استجابة البنوك لطلبات المستثمرين الأجانب لتحويل أرباح شركاتهم ونتاج تعاملاتهم في بورصات الأوراق المالية.
 - وضع آلية لضمان تحديد سعر الصرف حسب قوى السوق عن طريق مقابلة الشراء بعروض البيع من خلال التداول الآلي.
 - تعديل نظام ربط سعر الصرف بالدولار الأمريكي وربطه بسلة من العملات لتلافي حدة تقلبات عملة واحدة على قيمة الجنيه.
 - وتم اقتراح تكليف كل من البنك المركزي المصري ووزارة الاقتصاد بتنفيذ هذه الاجراءات.
- 2-3 الرقابة والتدخل بين السلطات:** من بين مظاهر هذه المشكلة :
 - نقص الكفاءات البشرية العاملة في الجهة الرقابية، وعدم الاستغلال المالي لهيئة سوق المال، وتم اقتراح الإجراءات الآتية :
 - تعديل هيكل الأجور للعاملين بالهيئة العامة لسوق المال.
 - السماح للهيئة باستقطاب خبراء متميزين من خارج القطاع الحكومي والعام لإدارة قطاعاتها.
 - التدريب المستمر للعاملين بالهيئة.
 - استقلال ميزانية الهيئة عن ميزانية العامة للدولة، مع إيجاد نص تشريعي يسمح بذلك بالإضافة إلى تحرير الهيئة من القواعد الحكومية بحيث يختص مجلس إدارتها بوضع اللوائح المالية والإدارية ولوائح شؤون العاملين ولوائح الأجور دون التقيد بأي لوائح أو قواعد يجري تطبيقها في الحكومة أو في هيئات أو في القطاع العام. وتم اقتراح تكليف كل من وزارة الاقتصاد، هيئة سوق المال ووزارة المالية.
- 2-4 الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية:** تتمثل المشكلة هنا ومظاهرها في :

- عدم الانتشار الجغرافي لشركات السمسرة
 - انخفاض حجم رؤوس أموال شركات السمسرة
 - غياب بعض أنواع الشركات العاملة، وضعف القدرة التسويقية لها.
 - انخفاض درجة الوعي الإعلامي عن سوق المال والاستثمار في الأوراق المالية.
- وتم اقتراح الحلول الآتية لهذه المشاكل :
- ضرورة تشجيع شركات السمسرة على الانتشار في المحافظات (بور سعيد، المنصورة -أسبوط) عن طريق ربط المواقع الجديدة ببورصة القاهرة والإسكندرية بخطوط اتصال ذات قدرة على نقل المعلومات.
 - تحسين خدمة الاتصال والعمل على تخفيض تعريفه الاتصال بين المحافظات لتنشيط الطلب الحالي.
 - وتم تكليف كل من وزارة الاتصال، البنك المركزي ووزارة الاقتصاد لتنفيذ هذه الإجراءات .
 - ضرورة وضع قواعد العضوية الخاصة بالسمسرة مع مراعاة:
 - زيادة الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات السمسرة.
 - وضع معايير للملاءة المالية.
 - وتم تكليف وزارة الاقتصاد، هيئة سوق المال والبورصة بتنفيذ هذه الاجراءات .
 - تشجيع وجود المتخصصين لتنشيط السوق والمستشارين الماليين المستقلين. ومن الممكن الاستعانة بالخبرات الأجنبية إذا لم تتوفر محليا.
 - وتم اقتراح كل من وزارة المالية ووزارة الاقتصاد لتنفيذ هذه الاجراءات .
 - إتاحة فترات كافية لبث برامج في الإذاعة والتلفزيون للجمعيات المهنية العاملة في سوق المال.
 - تخفيض تكلفة الحملات الإعلامية.
 - تبني وزارة الاقتصاد بالاشتراك مع وزارة الإعلام حملة إعلامية للتوعية لجذب صغار المدخرين.
 - إنشاء قناة تلفزيونية متخصصة لتوعية وجذب صغار المدخرين.
 - نشرات توعية المستثمرين.
 - وتم اقتراح كل من وزارة الاقتصاد، البورصة،هيئة سوق المال ووزارة الإعلام.
- 2-5 مشكلات البنية الأساسية للسوق:** وتتمثل في طول فترة التسوية والمقاصة وتم اقتراح لإجراءات الآتية لخفض هذه الفترة :
- الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بمراكزها الرئيسية وفيما بينها.
 - إنشاء غرف للمقاصة في الإقليم وتسهيل الاتصال بينها.
 - وكذلك الربط الآلي لوحدات الجهاز المصرفي بشركة مصر للمقاصة والحفظ المركزي لسهولة تسوية المعاملات المالية الناتجة عن التعامل في البورصة.
 - زيادة عدد البنوك والفروع المشتركة في عمليات التسوية والمقاصة، كحل مرحلي لتخفيض فترة التسوية.
 - وتم اقتراح البنك المركزي لتنفيذ الاجراءات السالفة الذكر.

2-6 مشكلات تخص الكوادر البشرية: نظرا لعدم وجود نظام ترخيص عمل للوظائف المختلفة في الشركات العاملة، وعدم معرفة الكوادر بأنواع الأدوات المستحثة، تم اقتراح تكليف كل من وزارة الاقتصاد، هيئة سوق المال وجمعيات المتعاملين في السوق بتنفيذ الإجراءات الآتية:

- وضع قواعد وشروط لجميع فئات المتعاملين وحتمية الحصول على تراخيص لمزاولة كل من تخصصات المهنة.

- استمرارية التدريب الداخلي والخارجي لرفع كفاءة العاملين في السوق.

2-7 قواعد القيد والإصدار: من بين المشاكل المرتبطة بقواعد القيد والإصدار يمكن ذكر:

- ارتفاع نسبة الشركات المغلقة

- عدم أخذ أداء الشركة في الاعتبار ضمن شروط القيد.

وتم اقتراح لمعالجة هذه المشكلات مايلي:

- إلغاء الحوافز الضريبية تماما من شروط القيد بالنسبة للشركات التي لا تطرح أوراقها المالية كطرح عام أو خاص.

- قصر القيد على الشركات المفتوحة.

- تقسيم السوق إلى أقسام مختلفة وفقا لأداء الشركة من حيث ربحيتها مقارنة بالصناعة ونسبة الدين إلى رأس المال وحجم الشركة (والجدير بالذكر أن البند في حيز التنفيذ حيث قام القانون المقترح بمراعاة البنود الخاصة بحجم الشركة لكنه مازال يعاني من القصور من حيث أخذ كل من ربحية الشركة ونسبة الدين إلى رأس المال في الاعتبار)

وتم اقتراح تكليف كل من وزارة الاقتصاد، هيئة سوق المال، هيئة الاستثمار، البورصة ووزارة المالية.

2-8 الرقابة على أداء الشركات: والمشكل هنا يكمن في :

- عدم التزام الشركات بموافاة الهيئة بالتقارير الدورية الخاصة بها

- عدم إتاحة التقارير الدورية للشركات للعامة.

- عدم وجود ضوابط محددة ومعايير لتحديد ماهية التداول المعتمد على المعلومات لداخلية.

- عدم وجود قانون يحكم الالتزام بسلوكيات مهنة المحاسبة والمراجعة.

وتم اقتراح الاجراءات الآتية:

- إعادة النظر في العقوبة الموقعة على الشركات المخالفة والتي تؤدي شديتها إلى تردد المسؤولين في تنفيذ القرار. ويقترح في ذلك تخفيف وطأة العقوبة لضمان فاعلية التنفيذ وأن يتم بصورة تدريجية من خلال إرسال إنذارات ووقف التداول لفترات محددة أو غرامة مالية.

- يجب الاهتمام بمتطلبات الإفصاح وتحديدها بشكل أكثر دقة وكيفية تطبيقها.

- تفعيل دور شركات تداول المعلومات.

وتم اقتراح تكليف وزارة الاقتصاد، هيئة سوق المال والبورصة بتنفيذ هذه الإجراءات .

- الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.

- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.
- تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها.
- وتم اقتراح تكليف كل من هيئة سوق المال والبورصة بتنفيذ هذه الإجراءات .
- محاولة تحديد مفهوم التداول القائم على المعلومات الداخلية وتجريمه.
- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة.
- التزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي أن يقيم أداء هذه الشركة، وحتى تستطيع الشركات أن تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية أي يجب إضافة هذا الشرط للقانون علما بأنه ضمن قواعد القيد الخاصة بالبورصة .
- وتم اقتراح تكليف كل من وزارة الاقتصاد، جمعية المحاسبين والمراجعين والبورصة بتنفيذ هذه الإجراءات.

3- مشكلات تتعلق بجانب العرض وأدواته: من بين المشاكل التي تواجه جانب العرض نذكر:

- عرض الأسهم؛
 - عرض السندات.
- 3-1 عرض الأسهم:** من بين المشاكل المرتبطة بعرض الأسهم هو قلة وعدم تنوع الأسهم المطروحة للاكتتاب العام، لهذا تم اقتراح كل من الهيئة العامة لسوق المال، ووزارة قطاع الأعمال العام، لتنفيذ الإجراءات الآتية:
- تعديل القانون بما يجيز طرح أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة في أي وقت خلال عمر الشركة.
 - تشجيع الشركات على طرح أسهم ممتازة.
 - العمل على نشر الوعي بالنسبة لخصائصها الاستثمارية لدى الجمهور.
 - توفير أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة لتلائم مختلف تفضيلات الأفراد.
 - الإسراع ببرنامج الخصخصة وبصفة خاصة طرح الجزء الباقي من الشركات التي تم تخصيصها بالفعل وطرح شريحة (لا تقل عن 40 %) من إحدى الشركات الكبرى (مثل الاتصالات).
 - مراعاة التوزيع القطاعي لبرنامج الخصخصة بما يخفض من درجة التركيز للطروحات في قطاع واحد.
 - تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر، لما لها من دور هام في تأهيل المزيد من الشركات للطرح العام.
- 3-2 عرض السندات :** من بين المشاكل المرتبطة بعرض الأسهم نذكر :
- قلة المعروض من السندات في السوق.

- عدم التزام الحكومة بالتسعير وفقا لقوى السوق عند الإصدار، وغياب الآليات اللازمة لترويج الاكتتاب لطرح الأولي.
- عدم تتابع الإصدارات الحكومية وبالتالي غياب المؤشر الاسترشادي.
- غياب المؤسسات غير البنكية.
- وتم اقتراح مجموعة من الإجراءات كلفت بتا كل من: وزارة المالية بالتشاور مع بنوك الاستثمار، البنك المركزي، البورصة والجهاز المصرفي. وفيما يلي هذه الإجراءات:
- اتجاه الحكومة والهيئات الاقتصادية العامة إلى سوق السندات لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل.
- تحويل الدين قصير الأجل إلى سندات خزانة ذات أجال متنوعة تطرح بمزاد.
- زيادة نسبة المقيد من إجمالي السندات في السوق لزيادة نسبة المتداول من إجمالي السندات المصدرة ويؤدي هذا إلى مساعدة رسمي السياسة النقدية في التحكم في المعروض النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة.
- قيام الحكومة بإصدارات دولية من السندات لتخفيض الطلب الداخلي على الصرف الأجنبي.
- عدم تدخل البنك المركزي في تحديد أسعار الفائدة على السندات الحكومية المصدرة والالتزام بقوى السوق، وفي حالة الرغبة في التأثير على السعر الفائدة يجب أن يتم ذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة بما ينشط التداول في السوق.
- من الممكن أن تقوم الحكومة بإصدار سندات ذات فائدة معلومة حتى تظل تتمتع بميزتها النسبية.
- إيجاد إستراتيجية متكاملة للترويج تعتمد على مروجين محترفين ومخصصين بالإضافة إلى إعداد حملات للإعلان والتوعية مما يؤدي إلى خلق طلب على هذه الإصدارات.
- تقسيم الإصدار الواحد إلى إصدارات متعددة بأحجام صغيرة ذات أجال استحقاق متنوعة وبصفة مستمرة للمساعدة على إيجاد منحى عائد مناسب يشجع الشركات من القطاع الخاص ذات السمعة الحسنة على إصدار المزيد من السندات
- تفعيل قوى السوق لمقابلة الطلبات مع العروض
- استحداث مؤسسات مثل: مؤسسات الرهن العقاري. مؤسسات شراء الفواتير بالجملة .

المطلب الثالث : اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مساندة وتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع.

وفيما يلي بعض الاقتراحات التي نراها في حالة تطبيقها قد تساهم في تفعيل بورصة الجزائر:

1- اقتراحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي

استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وآلة العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق¹¹⁴

فبالنسبة للإصلاح قانون الشركات¹¹⁵ :

من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسهم. إلا أن هذه الأسهم أقتصرت توزيعها بين الشركات المنضوية في هذه الصناديق. وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما لم يحظى الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات مما يبقي الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات. إضافة إلى ذلك، فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.

وبتسليط بعض الأضواء على القانون التجاري الجزائري يلاحظ أن هذا القانون يجيز إنشاء شركات مساهمة، حيث يعرفها بأنها "الشركة التي يقسم رأس مالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة. غير أن رأسمال الشركة الذي حدد بـ 5 ملايين دينار على الأقل (أي ما يربو قليلا عن 60 000 دولار) يعد مبلغا زهيدا لا يمكن أن تضطلع الشركة من خلاله بدورها في الحياة الاقتصادية. ومع ذلك قد ينظر إلى ذلك على أنها بداية لإنشاء شركات مساهمة تكون كبيرة أو تكون لها إمكانيات النمو مما يدفع بعجلة التنمية ويحقق الإصلاحات المراد تجسيدها بالشكل الأمثل.

إذا كان القانون التجاري قد فسح المجال لإنشاء شركات مساهمة فإنه وبدلا من انتظار نشوء هذا النوع من الشركات وتطورها حتى تصبح قادرة على التأثير في الاقتصاد ومستوفية لشروط الانضمام على البورصة فإن الواقع الجزائري يؤكد على وجود شركات يمكن أن تؤدي دورا رياديا في التنمية الاقتصادية إذا تم تكييف القوانين التي تسيروها وذلك بتحويلها إلى شركات مساهمة سيما وأن القانون التجاري ينص على وجوب امتلاك مجلس الإدارة لعدد من الأسهم لا يقل عن 20% من رأس مال الشركة

وجود قوانين تنظم وتحمي التعامل في الأسواق الأوراق المالية¹¹⁶

إن الجانب التشريعي يعد أحد الجوانب الضرورية لقيام سوق مالي ولا يقتصر الجانب التشريعي على قانون إنشاء سوق مالي أو تعليمات المنظمة للتعامل في السوق فحسب

¹¹⁴ - رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 38.

¹¹⁵ - صالح فلاح، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 7.

¹¹⁶ - أحمد حسين راشد الكبيسي، مقومات نجاح السوق المالية، مجلة السوق، مجلة فصلية تصدر، عن سوق النوحة للأوراق المالية، قطر، العدد الخامس، 2005، ص: 38.

ولكنه يمتد ليشمل التشريعات المنظمة لإنشاء المنظمة لإنشاء الشركات والرقابة على النص والتشجيع الاستثمارات في المناطق الحرة وقوانين الضرائب والجمارك والقوانين المنظمة لمهنة المحاسبة أو التدقيق وقوانين التجارة والقوانين العائدة لكل قطاع اقتصادي.

كما يتطلب وجود إطار مؤسسي لسوق الأوراق المالية ونعني به وجود كيان منظم وقانون له مكانة محددة يتم فيه تداول الأدوات المالية المختلفة فضلا عن وجود تعليمات التعامل والنظم التي تحكم العلاقة مع الوسطاء والمستثمرين والأسلوب التعاملى والأوقات التي يتم فيها ممارسة العمل، والأدوات المالية التي يتم إصدارها في السوق الأوراق المالية. كما يشمل الإطار المؤسسي إدارة السوق أو لجنة التي تباشر هذا العمل باعتبارها للجنة المنظمة.

- توفير أعلى معايير الافتتاح على مستوى الشركات والجهات المهتمة بالسوق الأوراق المالية وذلك عن طريق وضع قوانين تلزم الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية، الشهرية وفي نهاية السنة المالية تم إعداد ونشر القوائم المالية الختامية وليس الانتظار مدة سنة كاملة لنشر التقارير والقوائم المالية الختامية حتى يتم قرار الاستثمار وتنشيط السوق.

-مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة بهدف القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي، يعتبر عاملا محدد في نجاح أي بورصة تنشط في المحيط وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي قدرة كبيرة على التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي. ولا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا تم وضع الآليات التشريعية والتنظيمية في قالب يسمح لها من إصدار كل النصوص التي تقتضيها المرحلة التي تم الوصول إليها وعليه فإن الاهتمام الدائم بتحديد دور الدولة على المستوى سوق البورصة، نوع الوسطاء في عملية البورصة وتحديد مجال عملهم ومنهجية تنفيذ الأوامر، إضافة إلى الرعاية المستمرة والدائمة لادخار الخاص بمستثمرين الصغار ومنحهم الحماية اللازمة وكذا تدقيق دور الرأسمال الأجنبي في السوق وكيفية تحفيزه ونقادي الأوجه التي يكون فيه هذا النوع من رأس المال خطر على البلاد.

كل هذه المسائل تقتضي بذل العناية والجهد بشكل دائم على النحو الذي يسمح للبورصة الجزائرية أن تلعب دورها في تمويل التنمية الشاملة ولا تكون وسيلة لتحطيم ثروات المجتمع.¹¹⁷ الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر.

إذ اتجهت العديد من الدول العربية نحو الفصل بين الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص. وهذه الأسواق هي: سوق عمان بالأردن، مصر، تونس، عمان، المغرب، والإمارات العربية المتحدة.¹¹⁸

2- اقتراحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي:

تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في السوق الأوراق المالية وذلك من خلال:
- تخفيض سعر الفائدة: حيث توضح النظرية الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية (أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحول الأرصدة النقدية أي الودائع إلى أسهم

- محمد براق، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 413.117

2000، ص: 124. - صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام،¹¹⁸

وسندات) ذلك بالإضافة إلى احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استرشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية.

– تخفيض معدل التنظيم فالنظرية الاقتصادية تشير إلى أن الرشادة في سلوك المستثمر تجعله يأخذ معدل التنظيم في الاعتبار عند حساب القيمة الحالية (الحقيقية) للعوائد المستقبلية لاستثماراته، إذ عندما ينخفض معدل التضخم يتوقع أن يتحسن أداء السوق، فبانخفاض معدل التضخم يعني انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار مما يترتب عليه ارتفاع القيمة الحقيقية للاستثمار، وهو أمر من شأنه أن يترك أثره الإيجابي على قيمة الاستثمار بصفة عامة، وعندما يتعلق الأمر بالسوق الأوراق المالية ينبغي أن يصحب انخفاض معدل التضخم زيادة في حجم التداول كذلك يمكن أن يؤثر التضخم على أسعار الأسهم بشكل غير مباشر من خلال تأثيره على حجم النشاط الاقتصادي.¹¹⁹

– إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض الضرائب على الأرباح من 35% على 20% لكافة الشركات التي تقوم بتعويم 30% على الأقل من رأس مالها.

– تحفيز الادخار وذلك من خلال التربية الادخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد والرسميين من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد أو الترفيهي الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها. وتحقق التربية الادخارية من خلال الأسرة بالدرجة الأولى ثم يأتي بعدها الوسائط التربوية الأخرى مثل الإذاعة، التلفزة والجرائد كما يمكن أن تتحقق هذه التربية عن طريق المؤسسات الرسمية التعليمية بمختلف أطوارها.¹²⁰

– ضبط الاستهلاك: ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند المستوى معين يسمح للفرد حياة كريمة وأيضاً زيادة الميل إلى الادخار والتراكم، ومن ثم ينصرف ضبط الاستهلاك، إما إلى تخفيض حجم الاستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى فئات أخرى على جانب الاهتمام بنوع السلع المستهلكة ونشير إلى أنه لا يجب توقف نمو الاستهلاك أي لا يصبح معدل النمو فيه معدوماً من ناحية وأن لا يتعدى الزيادة في الاستهلاك الزيادة في الدخل من ناحية أخرى بحيث لا يترك شيئاً للادخار ومن ثمة للاستثمار اللازم لنمو الطاقات.¹²¹

– الاستمرارية والتوسع في برامج الخصخصة إذ تشكل عمليات الخصخصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات (البيع عبر الاكتتاب العام) إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني والجدير بالذكر أن نجاح عملية الخصخصة لا يكون إلا عن طريق خصخصة الشركات التي تتميز بالمراكز

– هالة حلمي سعيد ونجوى عبد الله سمك وآخرون، مرجع سبق ذكره، 2000، ص: 32. 119

– يسري دعيبس، التربية الادخارية والتنمية الشاملة، سلسلة المعارف الاقتصادية والإدارية، العدد الرابع، 1996، ص: 29. 120

– محمد عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، 1997، ص: 233. 121

المالية الجيدة وهذا من شأنه تعزيز ثقة المستثمرين المحتملين مما يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية من جهة و عوض خوصصة المؤسسات المفلسة التي تحول دون تطور البورصة.

ونوصي السلطات العمومية عوض تصفية المؤسسات العمومية الخاسرة إلى إعادة هيكلتها من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح كما فعلت جمهورية مصر العربية سنة 2001م كما نوصي بخوصصة قطاع النقل الجوي والاتصالات حتى يعطي دفعا لتنشيط البورصة نظرا لما نحققه من نتائج حسنة وهذا ما قامت به معظم الدول العربية نذكر منها تونس، مصر، المغرب، السعودية والأردن.

وترمي الإستراتيجية الجديدة إلى خوصصة جزء من المؤسسات الوطنية الهامة المعروضة على الأجانب عبر البورصة حيث تقترح نسبة ما بين 20 % إلى 30% من رأس المال الاجتماعي لهذه المؤسسات لتداول في البورصة ومن بين المؤسسات الأولى التي اقترحت من طرف لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، القرض الشعبي الجزائري، اتصالات الجزائر المعروضتين للخوصصة. ويرى خبراء اقتصاديون أن هذه التجربة تماثل تلك التي قامت بها تونس والمغرب لإعطاء ضمانات للمتعاملين الأجانب بإمكانية أخذ الأغلبية في مؤسسات هامة تدريجيا مثل ما حصل مع المغربية للاتصالات التي تمثلها فيفندي الفرنسية بفضل شرائها لـ 16 % من الأسهم المطروحة لبورصة، بعد أن تحصلت قبل ذلك على 35 % من رأس مال المؤسسة المغربية.

ومن جانب آخر اقترحت لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة إدخال بعض الأسهم المتداولة في إطار القروض السندية والمعروضة لجمهور واسع لتداول في البورصة مثل تلك المقترحة من طرف الخطوط الجوية الجزائرية وسونلغاز.¹²²

– تشجيع قيام شركات وساطة كفئة وقادرة على المنافسة والابتكار حيث يضطلع الوسطاء بدور حيوي في زيادة نشاط السوق الأوراق المالية وتنميته وتكون هذه المؤسسات متنوعة وفي إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة مما ينعكس بصورة إيجابية على نشاط السوق، وبالرجوع إلى قانون رقم 99-02 المؤرخ في 27/07/1999 نجد خمسة شركات وساطة (الراشد المالي، الشركة المالية للاستثمار التوظيف، شركة التوظيف في القيم المنقولة، الشركة المالية والاستثمار ووسيط البنك الاتحادي) وهي مكونة كلها من بنوك وشركات تأمين تابعة للدولة لذا يجب فسح المجال أمام هيئات أخرى تابعة للقطاع الخاص بهدف توسع دائرة الوسطاء.

– عصرنة الجهاز المصرفي:¹²³

يعتبر الجهاز المصرفي الشريان الرئيسي لأي اقتصاد في العالم غير أن ذلك يتوقف على مدى مساهمته للمستجدات من حيث نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات بسرعة. والملاحظ أن النظام المصرفي في الجزائر لم يشهد تطورات جادة منذ صدور قانون النقد والقرض سنة 1990م.

– صادمي ع، إجراءات جديدة تعرض للمناقشة في مجلس مساهمات الدولة (طرح نسبة من رأس المال الشركات الكبرى بالبورصة)¹²²

جريدة الخير 2006/03/22 العدد: 4658.

ص: 9-10. - صالح فلاح، مرجع سبق ذكره، 2004، ص¹²³

وتتسم القوانين المنظمة للجهاز المصرفي بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك كما تتميز هذه الأخيرة بضعفها من حيث الرأسمال والتعقيدات في إجراءاتها البيروقراطية ومحدودية دورها في الاستثمارات ولعل المعضلة التي تواجه الجهاز المصرفي الجزائري تتمثل في غياب الشفافية في معاملاتها مما يطرح الكثير من التساؤلات حول أنشطتها في مواجهة الغير. وكل هذا يستوجب إدراج إصلاحات جذرية لتفعيل أدائها وتدعيم دورها في مختلف الأنشطة الاقتصادية.

وإذا كلن للبنوك التجارية دورها التقليدي في استلام الودائع والمساهمة في تنمية المدخرات والاستثمارات، فإن النظام القانوني للجهاز المصرفي أهمل كلية دور وأهمية بنوك الاستثمار التي يعتبر وجودها ضروريا لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية. إنها بنوك متخصصة في إصدار الأوراق المالية وتقديم الاستثمارات والاقتراحات حول مختلف وسائل التمويل أو إعادة التمويل. بعبارة أخرى أنها تساعد شركات الأعمال فيما إذا كان من المهم إصدار أوراق مالية معينة أم لا وتحليل الاحتياجات المالية لمثل هذه الشركات. ويمكن حصر أنشطة بنوك الاستثمار فيما يلي:

- تتولى القيام بالإجراءات الإدارية لتتطابق مع القوانين السارية المفعول كالتحري في أوراق العمل وتذليل العوائق البيروقراطية، وهذه تعتبر أعمالا ضخمة عند إصدار الأوراق المالية. كما تلتزم بنوك الاستثمار بالفترة الزمنية بين الإصدار والبيع.

- وعلى غرار ما هو كائن في الدول المتقدمة ن تتوفر هذه البنوك على محللين أكفاء ومن ثم فهي تقدم دراسات حول التغيرات المحتملة حدوثها في السوق مستقبلا. وهناك تواجه هذه البنوك احتمالين: إما بيع كل الأوراق التي أصدرتها، أو قد تلجأ إلى بيع جزء منها بأقل من القيمة الاسمية للورقة المالية مما قد يجعلها عرضة لتحمل الخسائر. وهذه نتيجة منطقية لتقلبات السوق وما تتعرض له من المؤثرات قد يكون بعضها غير متوقع أثناء دراسة عملية الإصدار بين البنك والشركة المعنية. ولذا قد يتم شراء الأوراق المالية بسعر أقل من المتوقع.

- تتولى بنوك الاستثمار عملية توزيع الأوراق المالية وهذه من الوظائف الأساسية لهذه البنوك سواء بشراء وبيع الأوراق المالية نفسها أو تفعل ذلك كوسيط بين المصدر والمستثمرين كما في حالة الطرح الخاص. وفي حالة إصدار كمية كبيرة من الأوراق المالية، يلتجئ بنك الاستثمار إلى تشكيل شركة تتكون من مجموعة من الفروع بإمكانها استقطاب شرائح واسعة من الجمهور. ولهذا الإجراء ثلاث مزايا على الأقل في تشكيل هذه الشركة:

- تقوم بنشر تكلفة الشراء بحيث لا تواجه استنزاف مبالغ ضخمة من النقود أثناء بيع الأوراق المالية.

- تعمل على تقليل المخاطر، طالما أن عددا من الفروع تتحمل قدرا من الخسارة في حالة عدم بيع الأوراق المالية في الفترة المحددة لها، أو في حالة بيعها بأقل من سعرها الحقيقي.

- إن إنشاء شركة أو عدد من الشركات ومجموعات البيع التابعة لها تشجع المشاركة على نطاق واسع للحصول على الأوراق المالية الجديدة في مدة زمنية محددة

- إنشاء مصادر المعلومات المالية: 124

تعتبر مصادر المعلومات المالية من الداعم الضرورية لضمان استمرارية البورصة إذ توفر للمستثمرين والمحليلين الماليين والأكاديميين والهواة تصورات قيمة حول الأوضاع المالية المحلية والدولية لاتخاذ قرارات الاستثمار بناء على ذلك.

والملاحظ أن أسواق الأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث من حروب أو التهديد بها أو حتى النزاعات التي تمس بطريقة مباشرة أو غير مباشرة مصالح الدول الفاعلة في المجتمع الدولي. إن مثل هذه الأحداث تنعكس آثارها على أداء اقتصاديات الدول بشكل عام وعلى بورصاتها بشكل خاص، إلا أن هذه الآثار تتفاوت درجاتها بين الدول تبعا لمكانتها في الإقتصاد العالمي. ولذا يصبح لزاما على المحلل المالي أن يكون صورة على الظروف الدولية لوضع التقديرات حول انعكاسها على الإقتصاد الوطني أو على قطاع معين من الصناعة أو الخدمات المالية ونحوهما.

وفضلا عن ذلك، يجب أن تؤخذ في الحسبان التغيرات في التشريعات والإضرابات العمالية وحجم المبيعات وحدة المنافسة في خط إنتاج معين. ومن خلال هذه المعلومات يمكن للمحللين الماليين تحليلها وتقديم دراسات مستفيضة ورؤى دقيقة لما سيكون عليه الوضع مستقبلا.

ومن البديهي القول أن المحلل المالي الجيد هو الذي يعود إلى أكثر من مصدر. ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد مجموعة كبيرة من هذه المصادر مثل Wall Street Journal و New York Times، والأسبوعيات مثل Baron's ونشريات مصرفية News Letters حيث يصدر كل مصرف نشرية تتضمن كل البيانات حول أنشطة المصرف تقدم للمستثمرين والباحثين والمهتمين بسعر زهيد أو بدونه كما تتولى الحكومات بإصدار منشورات تحتوي على البيانات التي يمكن استعمالها في التنبؤ وتقديم الأعمال التجارية والتنمية وملخصات إحصائية حول الأسعار، الأجور، الإنتاج، والأنشطة التجارية.

وتتوفر الدول ذات إقتصاديات متطورة وأسواق مالية كفئة على بيوت السمسرة تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والأسواق المالية، وتقوم أيضا بإصدار تقارير ودراسات في غاية الأهمية حول الاستثمار. وتتضمن بيوت السمسرة على دوائر متخصصة في البحث تصدر ما لها من المعلومات في شكل نشریات أو مجلات توضع تحت الطلب لكل راغب في الإطلاع عليها، وتقوم هذه الدوائر بإنجاز تحاليل حول الصناعات والشركات والأوراق المالية وتقدم اقتراحات لأهداف استثمارية.

ويمكن إضافة الاقتراحات العملية التالية: 125

تطوير بورصة الجزائر عن طريق تعميق وتوسيع قاعدة المستثمرين مثلا إلحاق شركة التأمينات وصناديق الضمان الاجتماعي.

تخفيض مدة التسوية والمقاصة وذلك من خلال الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بمراكزها الرئيسية وفيما بينها لتقترب من المعيار الدولي T+3 وكذلك إنشاء غرف للمقاصة في الأقاليم وتسهيل الاتصال فيما بينها.

124 - صالح فلاحي، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 11.

125 - رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 39.

إنشاء مدارس ومعاهد عليا متخصصة في البورصات من أجل تكوين كوادر متخصصة لتفعيل وتنشيط البورصة كما هو في البحرين.

فتح بورصة الجزائر أمام الاستثمار الأجنبي ضمن شروط وضوابط محددة وذلك من خلال القضاء على مشكلات المستثمر الأجنبي الخاصة بتحويلات النقد الأجنبي وكذا واقعية سعر الصرف وتحديده عند مستوى يتلاءم مع قوى السوق.

في مجال أنظمة التسوية والحفظ المركزي نوصي باستخدام نظام الإيكونتير المعتمد في كل من بورصة الأردن، السعودية، مصر، الإمارات، البحرين، قطر وفلسطين، حيث يعتبر نظام سهل الاستخدام من حيث إمكانية تشغيله، برامجه المعربة ويتمشى مع المعايير الدولية المتعارف عليها في هذا المجال.

3- اقتراحات تتعلق بالجانب الاجتماعي والثقافي:¹²⁶

– الثقافة البورصية: إنه من الضروري للسعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من وراءه تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور من ذلك إيجاد صحافة متخصصة في الشؤون المالية وكذا تحسيس الجمهور وينبغي أن تعود العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية كما أنه يحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار ونحوه، وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات التسيير للمحافظ المالية الخاصة منها والجماعية من شركات استثمار ذات رأس مال متغير أو ثابت، صناديق جماعية للتوظيف، نوادي للاستثمار... الخ.

ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة البورصية تشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة سألفة الذكر بنظر لما توفره من مزايا تجلي في إمكانية رفع العوائد والتقليص من درجة المخاطر، كما أنه من بين العوامل المحفزة للعائلات في الإقبال على الاستثمار المالي للقيم المتداولة النظام الجبائي المطبق.

– العامل الديني: نشير أن هذا العامل يعتبر محدد لسلوك العديد من العائلات وهو ما يستدعي البحث عن أدوات مالية جديدة التي لا تتعارض النظام القيمي للعائلات وذلك من أجل الاستفادة من الادخار المكتنز بتعبئته.

المبحث الثاني: ربط أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلباتها التقنية

يكتسي تطوير أسواق الأوراق المالية العربية أهمية خاصة للمنطقة العربية التي تعاني من:¹²⁷

– سياسية تشريعية اقتصادية متقبلة في مجال الاستثمارات حسب الحقب الزمنية والظروف السياسية اسلتي تمر بها المنطقة العربية وهذا التقلب أدى إلى تخوف أصحاب رؤوس الأموال العربية من

– محمد براق، مرجع سبق ذكره، 1999، ص ص: 421-422.¹²⁶

– فاروق نشام، الاستثمارات العربية، واقعها وآفاقها في ظل النظام العالمي الجديد، مؤتمر الإستثمار والتمويل، بعنوان تطوير الادارة العربية لجذب¹²⁷ الاستثمار، شرم الشيخ، مصر من 05 إلى 08 ديسمبر 2004، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص: 47.

استثمار أموالهم في المنطقة العربية وتفضيلهم الاستثمار في الدول الأجنبية 'فالاستقرار التشريعي والقانوني يؤدي تشجيع قيام المشروعات الكبرى التي تعالج قطاعات معينة تساهم فعلا في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية والسياسية في الوطن العربي وغياب الثقة في مناخ الاستثماري السائد في المنطقة العربية منذ أشد العوامل السلبية الطاردة للاستثمار فغياب الثقة أدى إلى هروب رؤوس الأموال العربية للخارج وتفضيلهم الاستثمار في خارج الوطن العربي صف إلى ذلك أن بعض الدول العربية تفرض قيودا على حرية تحويل ونقل أرباح المستثمر إلى الخارج وفي بعض الأحيان تطالبه بتدوير الأرباح داخل البلد الذي يستثمر فيه كما تتدخل بعض الدول في تحديد أسعار المنتجة استثماريا. وما يميز تاريخ التعاون الاقتصادي العربي أو قيام المشروعات العربية المشتركة أو الاستثمارية العربية-العربية أو التجارية العربية البنينية هو أنها رهن لتقلبات السياسية التي تصيب العلاقات العربية - العربية وكذا عدم تفعيل إتفاقية استثمار رؤوس الأموال العربية التي صادق عليها مؤشر القيمة الحادية عشر في عمان في سنة 1980.

ولا يغني عن تطوير وربط الأسواق المالية الإقليمية بوصفها من أهم المتطلبات الأساسية لاستعادة رأس المال العربي إلى المنطقة واجتذاب الاستثمار الأجنبي والخبرة الإدارية والتكنولوجية ولربط الأسواق الأوراق المالية يتطلب توفر العناصر الآتية المجسدة في ثلاثة مطالب هي:

- تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط الأسواق المالية؛

- البنية التحتية الأسواق الأوراق المالية العربية؛

- اتفاقيات التعاون والربط بين الأسواق الأوراق المالية العربية؛

المطلب الأول: تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط الأسواق المالية

ما يلاحظ في الأسواق الأوراق المالية العربية هو التباين الكبير بين تشريعاتها المالية والأطر المؤسسية من جهة، وكذا تباين متطلبات الإدراج والإفصاح وإجراءات التداول والتسعير كل حسب خصوصياته، كما أن مستويات تطور الأسواق متباينة ولكل سوق تاريخه وتجاربه وآلياته، وعليه فإن محاولة التنسيق فيما بين الأسواق الأوراق المالية العربية تعتبر عملية معقدة إلا أنه هناك محاولات جادة لربط تجسدت في توحيد الأطر التشريعية وكذا البنى التحتية.

وفي هذا الإطار يجب أن تتضمن التشريعات والقوانين الجديدة أحكاما تساعد على تطوير

آليات عمل الأسواق وعلى الربط فيما بينها¹²⁸

وتشمل هذه القوانين على:¹²⁹

¹²⁸ - صالح الدين حسن السيسى، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 90.

¹²⁹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، ربط أسواق الأوراق المالية العربية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا نيويورك، 2004، ص: 15-21.

1 - قوانين وأنظمة أسواق الأوراق المالية: يشمل قانون سوق الأوراق المالية القواعد الأساسية المتعلقة بأهداف وعوامل السوق وإدارتها وتنظيمها المالي. كما يعين وينظم علاقات السوق ويحدد إجراءات وهيكل العمليات، والتدابير التي تتبع في إدراج وتداول الأسهم ومتطلبات الإفصاح. وهذا القانون تفسره اللوائح التنفيذية التي توضحه من خلال التطبيق والتوسع.

وتتناول قوانين الأسواق المالية في عدد من البلدان العربية نفس القضايا والاهتمامات الأساسية، بما في ذلك الإدارة والهيكل المؤسسي والعضوية ومتطلبات الإدراج والإفصاح المالي وإجراءات التداول والتسعير.

1-1 الإدارة والهيكل المؤسسي: يشمل الهيكل المؤسسي للسوق الآليات المختلفة لإدارة أنشطة التداول والإشراف عليها. وهناك اختلافات في التنظيم القانوني للأسواق في منطقة العربية. ففي البحرين وقطر والكويت ولبنان، وتشمل إدارة الأسواق كلتا الوظيفتين التنفيذية والإشرافية، تحت مظلة لجنة الأوراق المالية والبورصات. وفي أسواق الأردن ومصر وبلدان مجلس التعاون الخليجي، فإن هذين الدورين مقسمان بين مؤسسين، إحداهما مؤسسة عن بورصة الأوراق المالية والأخرى مسؤولة عن الإشراف. ولكل خيار مزاياه وعيوبه. والنظام الأول، الذي يوحد إدارة القطاع المالي والإشراف عليه في نطاق هيئة عامة للخدمات المالية يتبع النموذج البريطاني، أما النظام الثاني الذي يعطي مسؤولية الإشراف على السوق إلى مؤسسات للخدمات المالية، فإنه يستند إلى النهج الأمريكي. وحسبما تشير الدراسات الحديثة، فإن الدروس المستفادة من الأزمة الاقتصادية التي حدثت في جنوب شرقي آسيا تؤكد أن توحيد إدارة القطاع المالي والإشراف عليه أفضل من الخيار الثاني بالنظر إلى أنه يوفر بيئة أفضل لتأمين الاقتصاد الوطني ضد الصدمات الداخلية والخارجية

ومصر هي أول بلد عربي يفصل المسؤوليات التنفيذية عن المسؤوليات الإشرافية. وتمارس الهيئة العامة لسوق المال التي أنشئت بموجب القرار الجمهوري رقم 520 لسنة 1979م لتطوير وتنظيم السوق الرقابة على السوق وتوفير المعلومات عن السوق وتشرف على التداول في بورصتي القاهرة والإسكندرية وقررت الأردن، بعد استعراض تجربتها في إنشاء بورصة عمان وتشريعها بشأن إصدار الأوراق المالية، إنشاء هيئة الأوراق المالية كوكالة إشرافية.

وتشير المادة 7 من القانون ذي الصلة إلى أن الهيئة تأخذ على عاتقها توفير المناخ المستقر والملائم لتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية. كما تضطلع بمسؤولية تنظيم وتطوير سوق المملكة للأوراق المالية والإشراف عليها، وحماية حقوق المساهمين والمستثمرين ومعاقبة من يشتركون في أنشطة غير قانونية أو محاولة إساءة استخدام النظام بصفة عامة.

وتعطي القوانين المنظمة للأسواق الأوراق المالية في بلدان مثل الكويت ولبنان وقطر الموحدة فيها الأدوار التنفيذية والإشرافية، لفرق إدارة أسواق الأوراق المالية سلطة واسعة للإشراف على شتى الأنشطة. وفي الكويت، على سبيل المثال، يترأس وزير التجارة والصناعة لجنة سوق الأوراق المالية. وتضم اللجنة المدير العام للسوق واثنين من ذوي الخبرة والمعرفة يختارهما مجلس الوزراء وأربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت، ويجوز لأحدهم القيام بدور الوسيط. ويشمل هيكل الإدارة لجنة فرعية يرأسها قاض لحل المنازعات. ويقوم هذا الفريق بطائفة واسعة من الوظائف الإدارية لفترة أربع سنوات.

وتماشيا مع الاتجاه صوب خصخصة القطاع العام وتعزيز دور القطاع الخاص، شرعت بعض الحكومات في خصخصة أسواقها للأوراق المالية. وفي الأردن، فصلت البورصة عن إشراف السلطة التشريعية والسلطة التنفيذية. وأعطى للوسطاء الذين يعملون في السوق الحق في إدارتها كهيئة اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري. وفي مصر، حتى على الرغم من فصل الإشراف عن الإدارة فإن السوق لا تزال تعتبر مؤسسة حكومية.

وبين رئيس الهيئة العامة لسوق المال في مصر مؤخرا أن ثمة خططا للتنظيم الذاتي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، حيث يديروا 18 مصرفيا وممثلو شركات تأمين ووساطة ومستثمرون سوق الأوراق المالية المتخصصة.

1-2 العضوية: تنص قوانين أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية على أن أعضاء السوق هم شركات المساهمة المدرجة ووسطاء السوق المعتمدين وتحدد القوانين والأنظمة التنفيذية المتطلبات القانونية للوسيط ودوره المؤسسي فضلا عن التزاماته وحقوقه. وتختلف التعاريف القانونية للوسطاء من بلد إلى آخره، ولكن توجد سمة مشتركة هي أن تداول الأوراق المالية ينبغي أن يتم في مقصورة السوق من خلال وسيط مسجل. ويلاحظ اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية ما يلي في دراسة مقارنة بشأن القوانين المنظمة للوساطة في الأسواق العربية للأوراق المالية:

تعتبر التشريعات في قطر ومصر وعمان أن تداول الأوراق المالية المدرجة يكون غير قانوني إذا لم تنفذ المعاملات من خلال وسطاء رسميين، وتقتصر تداول الأوراق المالية على مقصورة السوق، وتحظر أي شكل آخر من أشكال التداول.

تجيز التشريعات في البحرين والكويت وعمان أن تداول الأوراق المالية المدرجة خارج الموقع بشرط أن يتم التبادل وفقا لأنظمة معينة. وعلى الرغم من أن هذا قد يعتبر نوعا من التقييد، فإنه المحدد يتيح إمكانية التداول في الأوراق المالية في الأسواق المالية المدرجة في سوق محددة في جميع الظروف من خلال الوسطاء المدرجين في السوق. وتضمن هذه الطريقة سلامة هذه المعاملات وتتيح للسلطات الإشراف عليها.

وتختلف الأسواق في البلدان العربية في تعريفها للوسطاء. وتجيز الأردن والبحرين وقطر ولبنان للأفراد العمل به [ذو الصفة، على حين تقصير، في الإمارات العربية المتحدة والكويت ومصر وعمان، أنشطة الوساطة في الأسواق على الشركات.

وتجيز بعض بلدان مجلس التعاون الخليجي لشركات السمسرة الدولية القيام بأعمال الوساطة، بشرط أن تقيم فروعاً محلية لأداء هذه الوظيفة. وتتفق معظم الأسواق العربية للأوراق المالية على شروط تسجيل الوسطاء والترخيص لهم بالعمل وعلى متطلبات البدء المتصلة بالحد الأدنى للإحتياجات الرأسمالية والضمانات المصرفية والمؤهلات العلمية والتخصص في الميدان والسلطة القانونية لممارسة العمل. ويوجد في بعض الأسواق ميثاق شرف بأن يلتزم الوسطاء بقواعد سلوك خاصة بالمهنة وإقامة علاقات طيبة بين الوسطاء، وقد وضع إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية ميثاق شرف من هذا النوع للوسطاء العرب، وفي بعض الحالات توجد جمعيات يمكن للوسطاء الانضمام إليها.

وتتحد أنظمة الشركات التي تنص عليها قوانين الأسواق المالية في البلدان العربية مسؤوليات الوسطاء في الأسواق التي يعملون بها، وكذلك العقوبات التي تفرض في حالة عدم الوفاء بواجباتهم والتزاماتهم تجاه عملائهم، وتنظم الإشراف على أنشطة الوساطة. ويغطي الإشراف ما يحدث داخل السوق وضمان إتباع الإجراءات السليمة، ويمثل هذا مسؤولية رئيسية لفريق الإدارة. ويتوقع من الوسطاء تزويد المشرفين بأي وثائق يطلبونها. كما أنه لا غنى عن الامتثال الذاتي لقواعد السلوك المهني كما يتاح لأسواق الأوراق المالية القيام بوظائفها.

1-3 متطلبات الإدراج في أسواق الأوراق المالية: تتحمل كل شركة مسؤولية استيفاء متطلبات الإدراج، التي تمثل عنصرا أساسيا في عمل السوق في النظر إلى تأثيرها الكبير على توفير الأوراق المالية التي تدرج في السوق. وتشارك بعض البلدان العربية في بعض قواعد ومتطلبات إدراج الشركات في بورصتها، ولكن هناك من الاختلافات ما يكفي لمنع التوحيد. ويرد أدناه استعراض لأنظمة ذات الصلة في أسواق مصر والأردن والكويت ولبنان وعمان وقطر والإمارات العربية المتحدة، يركز على متطلبات الإدراج في السوق الأولية.

1-3-1 المتطلبات الرأسمالية. وتشتمل الأمثلة على المتطلبات الرأسمالية على مايلي:

-تتطلب سوق أبو ظبي أن يكون إصدار الأوراق المالية المدرجة من شركات مساهمة برأس مال مدفوع لا يقل عن 50% من قيمة المدرجة، بحد أدنى 20 مليون درهم إماراتي (5.4 مليون دولار)

- يشترط قانون سوق البحرين ألا يقل رأس المال المدفوع لشركة مدرجة عن 1.3 مليون دولار وأن تكون قيمة الأسهم 0.5 مليون دولار على الأقل.

- في بورصة بيروت، يجب أن يكون رأسمال الشركة المدرجة ما يعادل 3 ملايين دولار بالليبرات اللبنانية كحد أدنى. وينبغي ألا يقل المساهمون الذين يمثلون 25% من رأس مال الشركة 50 فردا مختلفا على الأقل.

- في مصر، ينص قرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي الإسكندرية والقاهرة على أن تكون الأسهم المتاحة للإصدار العام مساوية 30% على الأقل من مجموع أسهم الشركة وهناك شرط آخر هو دفع رأس المال المصدر بالكامل وبما يعادل وبما يعادل 20 مليون جنيه مصري كحد أدنى أي 3.3 مليون دولار.

وتوجد قائمتان رسميتان في السوق الرسمية: الأولى تشمل الأوراق المالية للشركات التي استوفت الشروط الضرورية، وتشمل الثانية الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وتتيحها كإصدار عام، والأوراق المالية التي يصدرها القطاع العام ولكنها لا تدرج بالضرورة في إصدار عام والأوراق المالية للشركات غير المستوفية للحد الأدنى الضروري من المساهمين. وتوجد قائمة غير رسمية، مقسمة أيضا إلى فئتين، تدرج فيها الأوراق المالية غير المستوفية لمتطلبات رأس المال ومن ثم لا يمكن إدراجها في القائمتين الرأسماليتين. وتشمل القوائم غير الرسمية الشركات التي تفتقر، على سبيل المثال، إلى العدد اللازم من المساهمين أو التي نسبة كافية من أوراقها المالية للتداول. وتدرج الأوراق المالية الأجنبية أيضا في القوائم غير الرسمية.

- في الكويت، يشترط القرار رقم 1 لسنة 1993 م بشأن إقرار وإدراج الأسهم للتداول إلا يقل رأس المال المدفوع للشركة المدرجة عن مليون دينار كويتي أي 3.4 مليون دولار تقريبا أو ما يعادل ذلك بعملة أخرى.

- وفقا للمادة الخامسة من توجيهات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان يجب ألا يقل رأس المال المدفوع أو الإجمالي القيمة السوقية للشركات في الأردن عن مليون دينار أردني أي 2.8 مليون دولار تقريبا كشرط لإدراج الأوراق المالية، ويجب أن يكون قد تم التداول 10% على الأقل من أسهم الشركة خلال 12 شهرا السابقة على تغيير الإدراج من السوق الثانوي إلى السوق الأولى، وتشمل بورصة عمان ثلاثة أسواق، القائمة الأولى والثانية ويجري فيها تداول الأوراق المالية وفقا لقواعد إدراج خاصة، أما القائمة الثالثة فتتناول الأوراق المالية غير المدرجة في السوق.

1-3-2 متطلبات حقوق المساهمين: تشمل الأمثلة على متطلبات حقوق المساهمين على ما يلي:

- تشترط سوق أبو ظبي للأوراق المالية أن تكون حقوق المساهمين لكل مجموعة أسهم تصدرها الشركة متساوية وأن تتجاوز قيمة الأسهم رأس المال المدفوع للشركة بما لا يقل عن 20%.

- المرسوم التنفيذي رقم 8668 لسنة 1995م بشأن بورصة بيروت لا يشير إلى متطلبات تتعلق بحقوق المساهمين.

- وفقا للقرار الذي اعتمده الهيئة العامة لسوق المال في مصر يجب ألا تقل حقوق المساهمين في نهاية السنة عن بداية نفس السنة.

- تشير أنظمة سوق الكويت للأوراق المالية إلى حقوق المساهمين.

- تشترط سوق عمان للأوراق المالية أن تتجاوز حقوق المساهمين، بالنسبة لشركة تطلب الإدراج، رأس المال المدفوع بنسبة 10% على الأقل، في نهاية السنة السابقة على الطلب.

1-3-3 متطلبات فترة النشاط السابقة على الإدراج: تشمل الأمثلة على متطلبات فترة النشاط على مايلي:

- في سوق أبو ظبي، يجب أن تكون كل شركة ترغب في إدراج أوراقها المالية قد أنشئت قبل سنتين على الأقل، وأن تكون قد أصدرت بيانات مالية سنوية روجت حساباتها من قبل طرف أو أطراف مأذون لها بذلك.

- في السوق المصرية، يجب أن تكون الشركة المصدرة قد نشر تقارير مالية عن السنوات الثلاث السابقة لطلب الإدراج، ويجب أن تكون التقارير مستوفية لجميع المتطلبات القانونية ذات الصلة.

- للمشاركة في سوق الكويت، يجب أن تكون الشركة قد استوفت متطلبات فترة النشاط المحددة في القانون ذي الصلة (القوانين ذات الصلة) في بلد المنشأ، ويظهر أن هذه الأحكام تنطبق على الشركات الكويتية والأجنبية على السواء. ولا تشمل المادة الثانية من المرسوم رقم 1 لسنة 1993م أي متطلبات لفترة النشاط.

1-3-4 متطلبات أرباح الشركات: تشمل الأمثلة على الأنظمة المتعلقة بأرباح الشركات على مايلي:

- في سوق أبو ظبي، يجب أن تكون الشركة الراغبة في الإدراج قد حققت أرباحا سنوية مقدارها 5% على الأقل خلال السنتين السابقتين على طلب الإدراج، ويجب أن تكون الأرباح قد وزعت على المساهمين.

- لا توجد قواعد بشأن الأرباح بالنسبة للشركات الراغبة في الإدراج في بورصة بيروت.

- في السوق المصرية، يشير قرار اتخذه مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال إلى ضرورة أن تكون الشركة قد حققت ربحا مقداره 5% (باستثناء الضرائب) في السنة السابقة على الإدراج في بورصة بيروت.

- يشير المرسوم رقم 1 لسنة 1983 م إلى أنه لا ينبغي أن تكون الشركة الراغبة في الإدراج في سوق الكويت للأوراق المالية قد كبدت خسائر خلال السنة السابقة على الرغم من أنه يمكن أن يوجد سبب كاف لتعليق هذا الشرط .

- تشترط بورصة عمان أن تكون الشركة قد حققت بعض الأرباح قبل خصم الضرائب في السنة السابقة على طلب الإدراج.

1-3-5 متطلبات عدد المساهمين: تقتضي بعض الأسواق المالية في المنطقة متطلبات خاصة تتعلق بحقوق

المساهمين ومبيعات الشركة وحجم التداول وعدد المساهمين. وتتطلب بورصتها القاهرة والإسكندرية أن يكون عدد المساهمين في الشركة 150 فردا على الأقل، بصرف النظر عن الجنسية، كما وضعت بورصة عمان وسوق الدوحة للأوراق المالية حد أدنى مناظرا مقداره 100 فرد لكل شركة. أما بورصة بيروت فتطلب أن تكون نسبة 25% من أسهم الشركة مملوكة لمجموعة لا تقل عن 50 مساهما مختلفا.

1-3-6 المتطلبات المتعلقة بإدراج الشركات الأجنبية: تنص القوانين المالية للبلدان العربية بصفة عامة

على نفس المتطلبات المتعلقة بالشركات الأجنبية والمحلية على السواء، مع بعض الأحكام الإضافية التي تشمل حماية حقوق المستثمرين وضمان نزاهة التداول. ويشير استعراض لقواعد إدراج الأوراق المالية الأجنبية في أسواق نخبة من البلدان العربية إلى مايلي:

- في سوق أبو ظبي، تخضع الأوراق المالية وغيرها من الصكوك المالية التي تصدرها الشركات الأجنبية لمتطلبات الإدراج المحلية.

- فيما يتعلق ببورصتي القاهرة والإسكندرية، تشترط الهيئة العامة لسوق المال في مصر أن تدرج الأوراق الأجنبية في القوائم غير الرسمية، وبشرط استيفاء نفس المتطلبات التي تنطبق على الشركات المصرية.

وبالإضافة إلى ذلك، يجب أن تكون الورقة مدرجة في بورصة أجنبية تشرف عليها سلطة تمارس إجراءات مماثلة لإجراءات الهيئة العامة لسوق المال في مصر، وأن تكون الأسهم بعملة أجنبية تصرف بالجنه المصري، وأن تطبق الشركة الأجنبية معايير المراجعة والمراقبة الدولية في إعداد تقاريرها المالية. ويجب نشر هذه التقارير، مرفقا بها بيانات المراجعين والتفسيرات اللازمة، في طبعة صباحية من

إحدى الصحف اليومية العامة الواسعة الانتشار التي تصدر في مصر، خلال شهر من اعتمادها في البلد مقر الشركة.

- فيما يتعلق ببورصة بيروت، تجيز المادة 73 من القانون 8668 لسنة 1995م أن تطلب الشركات الأجنبية إدراجها في السوق الرسمي أو الناظر. وتشير المادة 86 إلى أن نفس المتطلبات تنطبق على الشركات اللبنانية والأجنبية الساعية إلى الإدراج ويجب أن تستعمل طريقة حسابية مقبولة دولياً في جميع المستندات في أي ملف يقدمه مصدر أجنبي، حتى إذا استوفت جميع المتطلبات الأخرى.

- في الكويت، يطلب القانون المعتمد في عام 1986م من جميع الشركات المساهمة غير الكويتية أن تقدم المستندات الضرورية لاستيفاء جميع المتطلبات عند التقدم بطلب الإدراج، وينبغي أن تثبت الشركة إما أنها مدرجة في بورصة دولية مقبولة لدى لجنة سوق الأوراق المالية في الكويت أو أن نسبة 25% من رأسمالها متاحة للإصدار العام في الكويت.

ويجب أن يبلغ رأس المال المدفوع 5 ملايين دينار كويتي على الأقل، وألا تكون الشركة قد تكبدت خسائر على مدى السنتين السابقتين على طلب الإدراج ويجب ألا يتعارض عقد الشركة والنظام الأساسي لعملياتها مع قوانين الكويت ويمكن عدم فرض قيود على حقوق المساهمين الجدد

في تداول الأوراق المالية للشركة. ويجب أن تلتزم الشركات المساهمة غير الكويتية المدرجة في السوق بالقوانين المالية ذات الصلة؛ وفي هذا السياق، يتعين تقديم التقارير المالية التي تطلبها لجنة سوق الأوراق المالية في الوقت المناسب، جنباً إلى جنب مع اسم وعنوان المراجع المالي للتقارير. كما يجب على الشركة أن تبلغ إدارة السوق بأي قرارات يمكن أن تؤثر على سعر أوراقها المالية المدرجة ويجب أن تتم معاملات التداول التي تشمل الأوراق المالية للشركات الأجنبية المدرجة من خلال شركات الوساطة المختارة من قبل إدارة السوق. أما الشركات المساهمة التي يكون منشؤها أي من دول مجلس التعاون الخليجي فهي معفاة من هذه المتطلبات.

- تشير المادة 14 من التوجيهات المتعلقة بإدراج الأوراق المالية في بورصة عمان إلى أن أحكام وشروط إدراج الأوراق المالية تنطبق على الشركات الأردنية على قدم المساواة. ويجب مايلي بشأن إدراج الأوراق المالية غير الأردنية (باستثناء الصناديق المشتركة): يجب أن تكون الأوراق المالية قد أدرجت لمدة سنتين على الأقل في سوق غير أردني يجيز أيضا إدراج الأوراق المالية قد أدرجت لمدة سنتين على الأقل في سوق غير أردني يجيز أيضا إدراج الأوراق المالية الأردنية إذا استوفت متطلبات، وألا تشمل مواد انتساب الشركة المدرجة على أي أحكام تحضر نقل الملكية. غير أنه إذا رغبت شركة أردنية في إدراج أوراقها المالية في أي بورصة خارج المملكة، فإنه يجب عليها إبلاغ سلطات السوق بأسباب الطلب. ويرسل هذا التفسير، مشفوعاً بأراء سلطات السوق إلى لجنة الأوراق المالية للحصول على الأذن المطلوبة.

1-4 الإفصاح المالي: تشتمل جميع قوانين البورصات وقواعد الشركات على أحكام تتناول تفاصيل شروط ومتطلبات الإفصاح. ويمثل الإفصاح التام أحد أهم متطلبات الأسواق؛ وينشط الإشراف وممارسات مراجعة الحسابات الفعالية التداول ويعطي الثقة في المساهمين، وبالإضافة إلى ذلك فإن المعلومات المفصحة عنها تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الصحيحة.

وتنتج نوعية ودقة الإفصاح عن طرائق المحاسبة والمراجعة المستخدمة. ومن الضروري أن تقوم الشركات المدرجة بإعداد تقاريرها المالية وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المقبولة دولياً، بالنظر إلى أن هذا يعزز الإشراف على السوق ويضمن تكافؤ الفرص للمشاركين. وتتطلب قوانين أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية من الشركات الإفصاح عن ميزات وأهم معلومات أخرى يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية.

وتوجد بعض الاختلافات الواضحة بين الأسواق العربية بشأن طبيعة المعلومات المطلوبة، ونشرها والعقوبات التي تفرض على من يقدمون تقارير زائفة أو ناقصة أو من يستفيدون من المعلومات التجارية الداخلية.

وتشترك السلطات والشركات المدرجة في المسؤولية عن النشر المنتظم للمعلومات الدقيقة وتنتشر معظم أسواق الأوراق المالية في منطقة المعلومات ذات الصلة في الصحف أو المجلات المحلية، التي تركز على أنشطة التداول والتغيرات السعرية اليومية التي تؤثر على مؤشرات السوق وأداء شتى القطاعات الاقتصادية وعلى سبيل المثال، ينشر صندوق النقد العربي بصورة منتظمة تقريرا يوفر بيانات مالية تفصيلية وموجزا لأنشطة الأسواق المالية.

وفيما يلي أمثلة على القواعد المتصلة بالإفصاح في ثلاثة أسواق في المنطقة العربية.

- القانون رقم 7667 لسنة 1990م الذي يضم الأنظمة التنفيذية لبورصة بيروت، لا يشتمل على قواعد بان الإفصاح بيد أن المادة 666 من هذا القانون تتطلب أن تصدر البورصة نشرة رسمية مجانية تحتوي على جميع المعلومات ذات الصلة في الصحف أو المجلات المحلية، كما تشير المادة 665 إلى حفظ جميع الوثائق المتصلة بالتداول في البورصة، وتتاح هذه المعلومات للجمهور من الساعة التاسعة صباحا حتى الظهر في أيام العمل، بعد تقديم طلب خطي، وفقا للقواعد التي وضعتها لجنة السوق، ويتسم نظام الإفصاح في بورصة بيروت بثغرات واضحة وينبغي تحديثه.

- لعل نظام الإفصاح المصري هو الأكثر تفصيلا بين بورصات البلدان العربية، وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بدور إيجابي في ضمان الشفافية في السوق، اعترافا منها بان هذا يمثل عملية جارية أساسية ينبغي أن تظهر كل تغير وتطور رئيسي.

ويشتمل قرار الهيئة بشأن الإفصاح (المواد 16-19) تنطبق على جميع الشركات المقيدة فيهما ولا يسمح بالمغلاة أو نشر معلومات لا تظهر مركزها المالي الفعلي وفي جميع الظروف يجب عليها أن تقدم وثائقها إلى السلطات عند طلبها، ولا سيسمح للشركات بإعطاء معلومات للمحليين الماليين أو المؤسسات المالية قبل نشرها على الجمهور ويجب أن تقدم إلى الهيئة العامة لسوق المال صلاحيات الجمعية العمومية للمساهمين، وان تخطر بأى قرارات أو إجراءات إدارية خلال 10 أيام من كل اجتماع، ويتم الإفصاح من خلال الإخطار بالفرص المتعلقة بالاكنتاب العام، وقبل أن تتيح شركة أسهما في إصدار عام، يجب أن تحصل على إذن من الهيئة العامة لسوق المال، التي تنتشر جميع المعلومات ذات الصلة في صحيفتين يوميتين، إحداها على الأقل صحيفة مصرية واسعة الانتشار تطبع باللغة العربية كما يتم الإفصاح من خلال التقارير المالية .

ويجب على كل شركة ذات أوراق مالية متاحة في إصدار عام أن تنشر كل ستة أشهر معلومات عن أنشطتها ونتائجها أو أثرها وينبغي أن تفصح التقارير عن المعلومات المالية والمعلومات المتعلقة بالميزانية وغيرها من المعلومات الضرورية عن الشركة، وفقا لمعايير المراجعة ويجب على الشركات نشر موجزات لتقاريرها نصف السنوية والسنوية خلال أسبوع من إصدار جمعيتها العمومية في صحيفتين يوميتين، إحداها على الأقل باللغة العربية المادة 22 كما يشتمل قرار الهيئة العامة لسوق المال على أحكام تتناول التزام الشركة بنشر المعلومات عن أي اجتماع غير عادي يعقد نتيجة لأحداث أو أنشطة غير متوقعة على شاشة التداول في البورصة.

- كان احد أسباب أزمة المناخ في الكويت في مطلع الثمانينات من القرن العشرين هو عدم وجود معلومات، أو على وجه أكثر تحديدا الافتقار إلى نظام يوفر المعلومات المالية الضرورية للمستثمرين، ووضع إجراءات للتعامل مع الأنشطة غير القانونية، واستحدثت قواعد تأديبية لمنع الغش، ولا يرد في الأحكام القانونية التي تنطبق على سوق الكويت للأوراق المالية ذكر الإفصاح بالنسبة للشركات الكويتية وتتصل الإشارة الوحيدة إلى الموضوع بإنشاء الوكالات المتخصصة اللازمة للسوق، ومن بينها واحدة ينبغي أن تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات ذات الصلة بالسوق وأوراقها المالية كما يجب أن تضطلع هذه الوكالة بإعداد دراسات ونشر تقارير يومية عن تداول وأسعار وأرباح الشركات المدرجة، وكان ينبغي للمجلس التشريعي الكويتي تناول مسألة الإفصاح بطريقة أكثر تركيزا وتفصيلا وبخاصة تنظيم السوق حدث بعد أزمة المناخ وتشير حقيقة أن التشريع ذا الصلة يشدد على العقوبات وتطبيقها إلى أن المجلس التشريعي سعى على تعزيز آليات الرقابة بغية ضمان الحقوق الضرورية للشركات والمساهمين في السوق.

ويتطلب القانون رقم 15 لعام 1960 م الذي يتناول شركات التداول من كل شركة مصدرة للأسهم للتداول العام أن تنشر تقريراً في الصحافة الواسعة الانتشار يشمل اسم ملك (مالكي) الشركة وتفاصيل بشأن عقدها وأهدافها ونظام عملياتها وعدد أسهمها وقيمتها، كما يجب على الشركات المصدرة للأوراق المالية أن تنشر ميزانياتها وأسماء أعضاء مجالس إدارتها ومراجعي حساباتها خلال شهرين من إدراجها. المادة 93.

وتتطلب إدارة السوق الكويتية من الشركات أن تتيح بياناتها المالية الفصلية ونصف السنوية والسنوية المراجعة من قبل مكتب مراجعة معتمد، كما تضمن غدارة السوق سرعة نشر المعلومات الدقيقة اللازمة للمستثمرين في نشرات يومية وأسبوعية وشهرية، ومن خلال نشر دليل للمستثمر وتقوم إدارة السوق بدور مركزي في عمليات الإفصاح وبالنظر إلى أنها مسؤولة عن ضمان أن تظهر المؤشرات ارتفاع وهبوط الأسعار خلال أنشطة التداول، وان بنك البيانات يحتوي على موارد شاملة ومستوفاة لتزويد المستثمرين بمعلومات دقيقة عن النمو المالي لكل شركة مدرجة، وأن مهنة المراجعة متقدمة بحيث يمكنها خدمة حاجات السوق على نحو أفضل، وان الوكالات المتخصصة تقوم بجمع وتحليل وتوفير أنواع معينة من المعلومات.

1-5 إجراءات التداول والتسعير: تتناول شتى القوانين واللوائح التنفيذية في البلدان العربية إجراءات التداول ونقل الملكية واستوفت معظم الأسواق العربية للأوراق المالية نظمها، وزادت التكنولوجيا الحديثة التي تستخدمها من سرعة وجودة عمليات التداول، ويرد في الفصل الفرعي الذي يتناول البنية التحتية تحليل تفصيلي لتنظيم التداول في الأسواق العربية للأوراق المالية، ومن الضروري اعتماد نظم تداول أكثر تقدماً وتطابقاً في الأسواق العربية بما يتيح الربط بينها ومن ثم تيسير التداول بين الأسواق المختلفة.

: تمثل قوانين الشركات حيز الزاوية للأسواق الأولية وتحدد هذه القوانين الإجراءات⁽¹⁾ **2-قوانين الشركات** الضرورية لإنشاء شركات المساهمة، وشتى أنواع الأوراق المالية، وتتص على متطلبات المتعلقة بشركات الإصدار كما تشمل هذه القوانين القواعد التي تتوخى حماية حقوق المساهمين وتضمن سلامة النظام الاقتصادي، وتشمل الممثلة الأحكام المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومراجعة الحسابات وفي معظم البلدان العربية أجرى تنقيح لقوانين الشركات بهدف تشجيع إنشاء شركات مساهمة وتطوير شتى المتطلبات والفوائد المرتبطة بإصدار الأوراق المالية من جميع الأنواع، وزيادة ثقة وأمن المساهمين، وحسنت عمليات المراقبة والإشراف، بما يمشى مع المعايير الدولية.

واستهدفت جميع هذه التطورات بصفة عامة تنشيط عملية الإصدار التي تمثل استثمارات حقيقية وتشجيع على زيادة المشاركة في تراكم رأس المال، وأصدرت عملية الإصدار التي تم استثمارات حقيقية وتشجع على زيادة ثقة وأمن المساهمين وحسنت عمليات المراقبة والإشراف، بما يتماشى مع المعايير الدولية واستهدفت جميع هذه التطورات بصفة عامة تنشيط عملية الإصدار، التي تمثل استثمارات حقيقية وتشجع على زيادة المشاركة في تراكم رأس المال.

وأصدرت مصر قانون الشركات رقم 159 في عام 1971م وأصدرت الأردن قانون الشركات الجديد رقم 22 في عام 1997م، وواصلت الكويت تطبيق القانون رقم 15 لسنة 1970 م والتعديلات التي أدخلت عليه في الآونة الأخيرة ويمثل القانون المصري ولائحته التنفيذية أكثر مجموعات القواعد العربية تحديداً بشأن شتى أنواع الشركات وإدارتها ومراجعة الحسابات والعقوبات كما يتناول القانون إدارة، وبخاصة فيما يتعلق بالشركات الأجنبية في مصر والتغيرات في الشركات مثل الاندماجات ويتناول الفصل الأول من الباب الثاني من القانون الشركات المساهمة، مركزاً على القضايا المتصلة بالهيكل المالي والإدارة ومراجعة الحسابات وقد حل القانون رقم 159 محل صكوك سابقة صدرت في عقدي الخمسينيات والستينيات من القرن العشرين.

اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 25-26.⁽¹⁾

وفيما مضى كانت قوانين الشركات التي تعنى بتنظيم العلاقات بين الشركاء في أنشطة المساهمة يجري تعديلها بصفة دورية، ولكن المشكلة كانت تكمن في الواقع في طرائق تطبيق هذه القوانين على نحو يحسن إدارة ويوفر حماية أفضل للمستثمرين وتواجه عدة بلدان عربية هذه الحالة، وبدأت بعض الدول العربية في إيلاء اهتمام أكبر لتحسين إدارة الشركات منذ عدة سنوات قليلة مضت، بعد أن أصدرت منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي مجموعة من المعايير ذات الصلة التي تتناول حقوق المساهمين والمعادلة العادلة لهم، ودور المساهمين في إدارة الشركات ومسؤوليات مجلس الإدارة وقضايا الإفصاح والشفافية.

ويمثل التزام شركة ما بتطبيق المعايير الأساسية لحسن الإدارة عاملاً بالغ الأهمية في قرارات الاستثمار وفي عام 2001 م تعاونت مصر مع البنك الدولي ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي في تقييم امتثال مصر للمعايير الدولية لحسن إدارة الشركات بالتركيز على 47 معياراً، ووجد أن 39 من بين الثمانية والربعين معياراً كانت تطبق بالكامل أو تطبق في السوق المصرية، ربما بسبب الافتقار إلى الوعي بين المساهمين أو الشركات كما لوحظ أن اثنين من المعايير لم يكن معترفاً بهما قانونياً كما لم يطبقا في البلد.

ويتعلق المعيار الأول منهما بمفهوم المالكين المسجلين (المسمين) والمواطنين المستفيدين وأجرى تصحيح لهذا الإغفال من خلال تضمين أحكام جديدة في قانون الإيداع والتسجيل المركزي للأوراق المالية (القانون رقم 93 لسنة 2000م) أما المعيار الثاني فإنه يتعلق باستخدام مقاييس العائد والتكاليف في حساب حقوق التصويت.

3- القوانين والأنظمة الأخرى ذات الصلة بسوق الأوراق المالية: ترد قواعد شتى تتعلق بسوق الأوراق المالية في صكوك مثل قوانين الضرائب ومراجعة الحسابات والاستثمار الأجنبي وكثيراً ما تتضمن قوانين الضرائب إعفاءات يجوز منحها للمساهمين المحتملين والموجودين بغية تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل بعض القوانين إعفاءات في جانب العرض لتشجيع الأعمال التجارية الأسرية الملكية المغلقة على إن تصبح شركات مساهمة ويمكن أن تشمل الإعفاءات خفض أو حتى إلغاء الضرائب على الأرباح الموزعة للأوراق المالية و/أو على الأرباح من بيع الأسهم وقد تغيرت بعض البلدان العربية قوانينها لخفض العبء الضريبي على شركات المساهمة وأعفت الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب لتشجيع المشاركة الجديدة والاستمرار في السوق وينبغي ملاحظة أنه لا توجد قوانين ضريبية متعلقة بالأوراق المالية في دول الخليج.

وتطلب معظم البلدان العربية من شركات المساهمة تطبيق المعايير الدولية لمراجعة الحسابات الجيد نوعية الإفصاح ويساعد على تنظيم تقديم المعلومات عن السوق وينبغي أن يحدد هذا القانون مسؤوليات مراجعي الحسابات وإجراءات الوفاء بهذه المسؤوليات والعقوبات التي تفرض على خرق القوانين وفي مصر، عرض المشروع النهائي لقانون متطلبات مراجعة الحسابات على الجمهور لمناقشته في عام 2001 م، ثم عرض على مجلس الشعب الذي أقره كقانون ويمثل هذا خطوة في الاتجاه الصحيح من حيث تنظيم وتطوير المهنة، وفي الكويت ينص القانون رقم 5 لسنة 1981 م على متطلبات ومسؤوليات مراجعي الحسابات فضلاً عن أحكام العقوبات والحالات التي تطبق فيها لضمان المعاقبة على أي فعل مؤثم بعقوبة عادلة وفعالة ولا غنى عن إجراء مزيد من الدراسات لتحديد ما إذا كانت مراجعة الحسابات وممارسات ضمن الجودة.

في السوق العربية تجري وفقاً للمعايير الدولية، ومن الضروري استخدام إجراءات ومصطلحات متطابقة في شتى الأسواق المالية لضمان حد أدنى على الأقل من التنسيق الإقليمي، كما أن عدم وجود ممارسات لمراجعة الحسابات أو قصورها في بعض الأسواق العربية والافتقار إلى معلومات مالية دقيقة والاختلافات في اللوائح التنفيذية المتعلقة بمراجعة الحسابات تمثل كلها عوامل

تضعف نظام السوق. و على خلاف ذلك، فان التنسيق الفعال يبسر قرارات الاستثمار، ويعزز تطوير ممارسات مراجعة الحسابات الشفافية، التي تفيد المستثمرين .

وبغية تشجيع تدفقات الاستثمار، عمدت معظم البلدان العربية إلى تعديل قوانين الاستثمار بها، وتوفير الضمانات وزيادة الحوافز، وتسيير عمليات التداول.

غير أن مستوى الانفتاح في الأسواق مختلف إلى حد ما بين البلدان، لأسباب وجيهة، ذلك أن الهيئات التشريعية تعمل على أساس أن من الضروري وضع بعض التنظيم لحركة رأس المال لتحقيق الاستقرار في السوق والحد من المضاربات غير المشروعة ويرد فيما يلي استكشاف للاستثمار الأجنبي غير المباشر في أسواق الأوراق المالية في المنطقة:

في السوق المصرية، يجيز القانون رقم 95 لسنة 1996م للأجانب أن يستثمروا في الأسهم والسندات المتداولة بدون أي قيود، باستثناء ما هو منصوص عليه في قانون الشركات الذي يمنع الأجانب من الاستثمار باسم الشركة، وفي هذه الحالة يتحمل الوسيط مسؤولية إخطار المستثمر الأجنبي. وقد ازداد الاستثمار الأجنبي بصفة عامة منذ تطبيق هذا القانون، حيث بلغت نسبته 16.5%، من مجموع التداول في عام 1997م، و 60.6% عام 1998م، و 66.6% من عام 1999م، و 41.9% في عام 2000م، و 36.4% في عام 2001م.

في الكويت، يجيز القانون رقم 60 لسنة 2000م لغير المواطنين تملك أوراق مالية في شركات المساهمة الكويتية والمشاركة في إنشاء مثل هذه الشركات. غير أن هذا القانون يجيز لوزير التجارة والصناعة -بموافقة مجلس الوزراء- تقييد المشاركة في شركات المساهمة عن طريق الحد من هذا الاستثمار أو حظره. ولا ينطبق هذا التقييد على مواطني الدول الخليجية، الذين يخضعون للقانون رقم 32 لسنة 1988. وقد سمح للمواطنين الخليجيين بتملك وتداول الأسهم في الشركات المساهمة الكويتية في جميع قطاعات الاقتصاد منذ عام 1987م.

ولا تخضع معظم البلدان العربية بما في ذلك الأردن ولبنان ومصر قيودا على الاستثمار الأجنبي، وعدلت القوانين في البحرين للسماح لمواطني الدول الخليجية بتملك 100% من أسهم شركة ما (مقابل 49% فيما مضى) ويجوز للأجانب الآخرين حاليا تملك 49% كحد أقصى من أي شركة مدرجة (مقابل 24% من قبل وفي قطاعات معينة من الاقتصاد فقط).

المطلب الثاني البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية العربية

تشتمل العناصر الهيكلية الأساسية لسوق الأوراق المالية نظام التداول والإيداع المركزي للأوراق المالية وقواعد التسويق والمقاصة .

1- **نظام التداول** وهو نظام يتم من خلاله تنظيم وتنفيذ عمليات الأوراق المالية المدرجة في السوق وقد أقدمت العديد من أسواق الأوراق المالية العربية على تعديل هذه الأنظمة بما يتماشى مع التطورات الدولية في هذا المجال ومن أهمها قيام العديد من الأسواق الأوراق المال العربية بمكننة أنظمة التداول لديها وتحديثها، وقد ساهم ذلك في زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وزيادة سهولة التداول فضلا عن زيادة شفافية السوق.¹³⁰

كما ينبغي إنشاء نظام إلكتروني لوضع أوامر الشراء وعروض البيع ولتنفيذ العمليات التي تنتج عنها وذلك مستوى كل دولة ثم يتم الربط بين هذه النظم على مستوى الأسواق العالمية التي يتم فيها تداول تلك الأوراق¹³¹ وتستخدمك ثلاثة نظم تداول في العالم العربي، إذ يستخدم نظام (EFA) الكندي في الإمارات العربية المتحدة البحرين قطر، مصر، المملكة العربية السعودية في حين تستخدم كل من تونس، لبنان، المغرب نظام التداول الفرنسي (NSC-UNIX) وتستخدم الكويت نظام فريد أعتمد في جانفي 1996م،

2- **نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية:** يمثل وجود نظام الإيداع المركزي دعامة أساسية في قيام السوق بوظائفه بكفاءة ويزيد من درجة سيولته مما يجعل التعامل فيه عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والأجنبي يقوم هذا النظام على حفظ جميع الأوراق المالية التي يتم عليها التداول لدى جهة مركزية واحدة بدلا من تداول الورق من حائز لآخر فان العملية يتم تبسيطها لتصبح مجرد قيد بالدفاتر¹³² ويمثل الإيداع المركزي للأوراق المالية تمديدا لقواعد المقاصة والتسوية ويمكن أن يؤثر على سرعة تداول الأسهم .

3- **المقاصة والتسوية:** أوصت مجموعة الثلاثين G30 بالإسراع بعملية التسوية بحيث تتم مقابلة أوامر الشراء والبيع في اليوم التالي من عملية التداول (T+1) وتتم تصحيحها من قبل ISSOA بحيث يتم مقابلة أوامر الشراء والبيع في نفس يوم التداول وتنتهي عملية التسوية والمقاصة في (T+3) ولكنها أوضحت أيضا أن نظام الكفاء في عملية التسوية هو النظام الذي يتسم بدقة عالية ولا يوجد بها أخطاء ويمكن الحكم على كفاءة النظام القائم من خلال نسبة العمليات التي يوجد بها خطأ ولم تتم تسويتها إلى عدد الأيام التي فيها تصحيحها فكلما انخفضت هذه النسبة دلى ذلك على كفاءة النظام القائم¹³³

بالنظر إلى أن التسويات تتطلب نظاما مركزيا لحفظ المعلومات والمستندات، قررت البلدان العربية الثلاثة التي ربطت أسواقها (الكويت ولبنان ومصر) إنشاء شركات خاصة، مستقلة عن السوق، لأداء وظائف التسوية والإيداع والمقاصة. وأنشأت الكويت أول شركة للمقاصة لتسوية في عام 1982. تلتها لبنان في عام 1994 ومصر في عام 1696. وتستند أنشطة الشركات الثلاث إلى توصيات "مجموعة

¹³⁰ - أحمد البيطار، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 09.

¹³¹ - أسامة جعفر فقيه، تنظيم أسواق المال العربية ورقة مقدمة الى مؤتمر اندماج أسواق المال العالمية وانعكاسه على دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية المنعقد في الكويت 07-09/10/1989 صندوق النقد العربي، ص: 7.

¹³² - هالة حلمي سعيد ونجوى عبد الله سمك، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 48.

¹³³ . 49- نفس المرجع أعلاه، ص: 49.

الثلاثين" التي وضعت المعايير الدولية لنظم المقاصة والتسوية. وفيما يلي التفاصيل المتعلقة بهذه الشركات

134

أنشأت الشركة الكويتية للمقاصة في عام 1982م، في عقب أزمة المناخ. وبناء على طلب من سوق الكويت للأوراق المالية في عام 1986م، طورت الشركة طرائقها إلى برنامج اعتمده السوق رسميا في عام 1987م. وفي ماي 1988 م افتتحت المرحلة الثانية من البرنامج رسميا. و أنشئت أرقام حسابات لكل مساهم ونظمت ممارسات تدريبية من خلال وسطاء الشركة نفسها. وكللت جهود الشركة الكويتية للمقاصة بالنجاح في تحقيق الاستقرار في السوق، و تتطابق طرائقها مع أكثر الطرائق تقدما في العالم. وتستلزم ممارسات المقاصة اليومية مقارنة وتسوية حسابات المساهمين، ويستخدم الحساب الذي أنشئ لكل مساهم في جميع معاملات التداول التي يجريها، بما في ذلك تسليم الأسهم المشتراة وتحويلات الأسهم المبيعة والمدفوعات الواردة والمرسلة؛ كما يوفر الحساب سجلا لأنشطة المساهم، يظهر جميع التغييرات في مركزه المالي. و يقدم الوسطاء إلى الشركة تقارير يومية تضم أسماء وتكاليف الأسهم المتداولة خلال ذلك اليوم. وفي صباح اليوم التالي، تعطي الشركة كل وسيط تقريرا عن المركز المالي لكل عميل يبين ما اشترى وما بيع والأرباح المكتسبة في اليوم السابق. ويتيح نظام المقاصة والتسوية في سوق الكويت للأوراق المالية للمساهمين استخدام أرباح تداولهم بمجرد إتمام التداول، وفي بمتطلبات السوق دونما حاجة لأية تغييرات هيكلية كبيرة. يحسب النظام ويخصم آليا جميع التكاليف والعمولات. كما يساعد في منع التداول في الأسهم بدون رأسمال كاف.

وتتم تسوية الحسابات في السوق الحسابات في السوق الكويتية في نفس اليوم التداول. و تنشئ سوق الكويت للأوراق المالية صندوق تسوية برأسمال يبلغ حسب التقديرات 3ملايين دينار كويتي (10.2 مليون دولار تقريبا) للتعويض بين الوسطاء وإدارة السوق وشركة التسوية.

أما النظام اللبناني فهو متأثر بنظام "سيكوفام" (Sicovam) الفرنسي. وشركة "ميدكلير" (التي كانت تسمى سابقا مركز التقاص للصكوك المالية للبنان والشرق الأوسط) هي وكالة التقاص والتسوية في لبنان، ووظيفتها الأساسيتان هما الإيداع المركزي لجميع الأسهم المحولة في بورصة بيروت وإدارة التسوية والتقاص لحسابات البورصة. وتسلم الأوراق المالية بصورة فورية للدفع نقدا وفقا لأنظمة محددة لكل سوق (الأولية أو الثانوية. المحلية أو الدولية).

وهدف "ميدكلير" هو تسليم حقوق المساهمين من لحظة إتمام صفقة التداول بيد أن الفترة الفعلية للتقاص والتسوية في البورصة اللبنانية هي ثلاثة أيام تقريبا، مقابل يوم واحد في أسواق مجلس التعاون الخليجي. وفي مصر، أنشئت شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي بموجب قانون سوق المال (القانون رقم 95 السنة 1992) الذي يتناول شركات التداول في البورصة، ويعتبر أن مقاصة وتسوية الأوراق المالية أحد الأنشطة التي يتعين أن تضطلع بها هذه الشركات.

ويجيز الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لأسواق الأوراق المالية إنشاء شركات تكون مؤسسة عن تنظيم تسلم وتسليم الأوراق المالية التي تتداولها شركات الوساطة وعن تسوية الحسابات وفقا للقواعد التي أقرتها الهيئة

- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، مرجع سبق ذكره، 2004، ص ص: 28-29. 134

العام لسوق المال، وبدأت شركة مصر للمقاصة كشركة مساهمة في عام 1996م. ومع اعتماد قانون التسجيل والحفظ المركزي للأوراق المالية (القانون رقم 93 لسنة 2000م)، أصبحت شركة مصر للمقاصة هي الشركة الوحيدة في مصر المسموح لها بالعمل في أنشطة المقاصة والتسوية لبورصتي القاهرة والإسكندرية.

وتعمل الشركة كوكالة للحفظ المركزي ومسك الدفاتر للبورصتين، وتكمل إجراءات تحويل ملكية الأوراق المالية؛ وتحفظ سجلات المعاملات لفترة خمس سنوات على الأقل وجميع الملفات المتعلقة بهذه المعاملات لفترة لا تقل عن ثلاث سنوات.

وأنشئ صندوق لضمان التسويات في عام 2000 لحماية المستثمرين وتوفير الأمن والاستقرار في السوق. وتشمل عضوية هذا الصندوق جميع شركات الوساطة المكلفة بالتسويات باسم عملائها وممثلي الشركات الأخرى في نظام المقاصة والتسوية.

وبحلول نهاية عام 2000 م كانت شركة مصر للمقاصة تخدم 1044 منهم 870 شركة مصدرة للأسهم و146 شركة وساطة و9 صناديق استثمار وتعمل الشركة على تقليص فترة التسوية لجميع الأوراق المالية المتداولة المودعة في الحفظ المركزي من ثلاثة أيام إلى يومين. وسيؤدي هذا إلى زيادة حجم التداول وتقليص المخاطر المرتبطة ببطء تسوية معاملات الأوراق المالية.

ويشير بعض الخبراء إلى أن توصيات "مجموعة الثلاثين" بشأن المقاصة والتسوية لم تنفذ بعد في بعض الأسواق العربية للأوراق المالية. ويمكن أن ييسر استخدام مبدأ التسليم مقابل الدفع والرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية، التداول فضلا عن ربط الأسواق العربية للأوراق المالية.

4- نشر المعلومات: يحتاج جمهور المستثمرين إلى معلومات عديدة تمكنه من القيام ببيع أو شراء الأوراق المالية بما يتماشى مع فرضية كفاءة السوق المالية كما أشرنا إليها سابقا في الفصل الثاني من الباب الأول فيحتاج المستثمر لمعلومات تتعلق بالشؤون العالمية لتكوين فكرة عن تلك الظروف ومدى تأثيرها على الاقتصاد المحلي الذي تنشط فيه السوق المالية.

بعد ذلك يعرج إلى جميع معلومات عن البيئة المحلية للاقتصاد خاصة درجة النمو، التضخم أسعار الفائدة معدل البطالة وهي ظروف يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية ثم ينتقل بعد ذلك إلى ظروف وأحوال الصناعة المحلية مثل درجة المنافسة، الفرص المستقبلية لتطوير المنتجات، الاعتماد على العنصر البشري أولا... إلخ يتم في الأخير يركز اهتمامه على الوضعية المالية لمؤسسة ومركزها التنافسي والتنظيم الداخلي لها المستوى التكنولوجي

لذا يمثل نشر المعلومات أحد العمليات التي تدعم التداول وأنشأ اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية الشبكة العربية لأسواق المالية في ديسمبر 2001م من أجل توفير معلومات يسهل الوصول إليها في الوقت المناسب عند أسواق الأوراق المالية الأعضاء وقيل وجود هذه الشركة كانت أسواق الكويت ولبنان ومصر قد عقدت اتفاقا مع روتيرز لتقديم معلومات للمستثمرين في البلدان الثلاثة.

المطلب الثالث اتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

بدأت الأسواق الأوراق المالية النشطة في البلدان العربية جهودا متعددة الأطراف في ربط الأسواق الأوراق المالية في المنطقة بإنشاء إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية في عام 1982م وقد أنشأ الإتحاد لتقديم المساعدة في تنظيم أسواق الأوراق المالية الأعضاء وتشجيع تبادل

الخبرة الفنية وغير ذلك من أشكال التنسيق وتحديد وإزالة الحواجز القانونية التي تعيق تدفقات الاستثمار فيما بين الدول. وفيما يلي عرض لجهود الربط الأسواق الوراق المالية في منطقة العربية.

1- تطور اتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية منذ 1999

لقد تمكنت الأسواق الوراق المالية العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل في بينها وذلك من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية وتهدف هذه الاتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين الأسواق الوراق المالية العربية.

فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك.

فبالإضافة إلى الاتفاقية الموقعة بين أسواق الكويت والبحرين وعمان والاتفاقية الموقعة بين سوقي البحرين والأردن والأخرى الموقعة بين لأسواق الكويت، لبنان ومصر تم خلال عام 1999 م التوقيع على مذكرة التفاهم، بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية هدفت إلى تنمية أفاق التعاون بين السوقيين وسبل تطويره وتذليل العقبات أمام انسياب الاستثمارات

والأموال بين البلدين كما تم التوقيع على مذكرة التفاهم بين سوق البحرين للأوراق المالية وبورصة القيم المنقولة بدار البيضاء بالمغرب، تهدف إلى تطوير الإجراءات والأنظمة التشريعية بين السوقيين أما في سنة 2000 م تواصلت جهود التعاون والترابط بين أسواق الأوراق المالية العربية حيث تم التوقيع على اتفاقية التعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال بمصر تعمل بموجبها الهيئتان على زيادة وتنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار وتسهيل شروط إدراج الأوراق المالية وتنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في سوقيين وتشجيع التعاون لوضع قواعد مشتركة للوسطاء الماليين .

وفي مجال الإدراج المشترك بين الأسواق تم خلال عام 2000 م إدراج شركة السودان للاتصالات في سوق البحرين للأوراق المالية لتكون بذلك أول شركة سودانية تدرج خارج سوق الخرطوم للأوراق المالية.¹³⁵

وفي أبريل من عام 2001م بدأت أسواق الأوراق المالية في كل من سلطنة عمان والكويت ومملكة البحرين بتنفيذ المرحلة الأولى من مشروع الربط الإلكتروني فيما بينها .¹³⁶

وخلال عام 2002 م تم توقيع على بروتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة تونس كما تم خلال الربع الثاني من هذا العام الاتفاق بين إدارتي سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي على توحيد الكفالة المصرفية المقدمة من قبل الشركات المدرجة ومكاتب

¹³⁵ - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص: 126.

¹³⁶ - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، لسنة 2002، ص: 241.

الوسطاء بحيث يتم تقديم كفالة واحدة فقط قدرها 10 مليون درهم بدلا من كفالة قدرها 10 مليون درهم لكل من السوقيين كما هو الحال في الوقت الراهن.¹³⁷

وفي سنة 2003 م قامت سوق البحرين للأوراق المالية في إطار التعاون مع الأسواق الأخرى بتوقيع مذكرة تفاهم مع سوق طهران (إيران) للأوراق المالية نهدف إلى تعزيز التعاون القائم بين السوقيين في مختلف المجالات وخصوصا في الجوانب المتعلقة بخلق وتفعيل قنوات تبادل المعلومات بين السوقيين وتبادل الخبرات ذات العلاقة بنشاطهما علاوة على الاستفادة من برامج التدريب المتخصصة التي تتضمنها الجهات المختصة بقطاع الأوراق المالية في البلدين.

2- تقييم الباحث لجهود الربط الثنائي والمتعدد الأطراف لأسواق الأوراق المالية العربية

ما يلاحظ على جهود الربط الثنائي أو المتعدد الأطراف للأسواق الأوراق المالية العربية، أن أغلبها اتفاقيات ربط ثنائية ولم تتعدى إلى اتفاقيات ربط ثلاثية، فمثلا اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق الحال بمصر لسنة 1996م والتي انضمت إليه بورصة بيروت في مرحلة ثانية لم ينظم إليه أي سوق أوراق مالية عربي آخر، كما كان متوقع وفضلت الدخول في اتفاقيات ربط ثنائية، فوعدت كل من البحرين والكويت، البحرين وعمان، عمان والكويت اتفاقيات لربط بينها وهو ما يعني عدم تجاوز الاتفاق الثلاثي والذي كان ينظر إليه باعتباره نواة لقيام بورصة موحدة.

ويرجع السبب في ذلك حسب اعتقادي أن الأسواق الأوراق المالية العربية تعاني من عدم تجانس في القوانين التشريعية والتنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها وحول تقييم أثر الربط بين البورصات العربية وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان، يؤكد الخبراء أنها كانت خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات حيث لم يزد جم التعاملات ولم يأت أحد من لبنان إلى مصر، بل على العكس كان تواجد المستثمر السعودي في البورصة المصرية أو الكويتية أو لبنانية أكبر من تواجد المستثمرين من الدول التي تم الربط بينها.

3- الجهود الجارية صوب ربط الأسواق المالية العربية

أقرأ اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية إنشاء الشبكة العربية للأسواق المالية ومؤسسة عربية مشتركة للتقاص والتسوية، وقد أنشأت الأولى في سبتمبر 2001 م، ولكن اختلاف وجهات النظر بشأن متطلبات رأس المال الأولي آخر بإنشاء الثانية، الذي كان من المقرر أن يتم في مطلع عام 2002م وستسهل مؤسسة التقاص والتسوية، عندما تفتتح، التداول العابر للحدود أمام المستثمرين من الدول الأعضاء في الاتحاد تمتد أهدافها إلى ما يجاوز أنشطة المقاصة والتسوية، ذلك أنها ستشارك في تحويل الأموال بين البلدان العربية وستنظم عمليات إصدار وعرض الأوراق المالية،

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، لسنة 2003، ص: 120.137

ستحسن إلى حد كبير الآفاق المرتقبة للربط بين الأسواق العربية للأوراق المالية، كما ستعمل كمركز إيداع دولي للأوراق المالية، وحدد الاتحاد أنشطة الأسواق العربية للأوراق المالية كما ستعمل كمركز إيداع دولي للأوراق المالية، وحدد الاتحاد أنشطة المؤسسة كما يلي:

- القيام بأعمال المقاصة والتسوية للمعاملات بين مختلف الأسواق العربية.
- القيام بمهمة مركز الإيداع والسجل المركزي.
- تيسير العمليات المتعلقة بإدراج وتداول الأوراق المالية للشركات العربية.

ويتصدى الاتحاد لقضية نشر الثقافة بين المستثمرين التي تكتسي نفس القدر من الأهمية وربما لا يدرك المستثمرون الإقليميون المحتملون الفرص الجديدة التي يوفرها الربط بين أسواقهم للأوراق المالية. وتقوم شبكة الأسواق المالية العربية التي أنشأها الاتحاد بدور رئيسي في توعية المستثمرين وتشجيع الشفافية بين الأسواق العربية للأوراق المالية، وتتوفر للمستثمرين من خلال الشبكة إمكانية وصول سهلة إلى المعلومات بالاتصال المباشر في الوقت المناسب عن وضع الشركات المدرجة للتداول وأسعار الأسهم ومؤشرات الأسواق في شتى أرجاء المنطقة، وتمثل خازنة للمعلومات بشأن الشركات المدرجة، والمعلومات المتعلقة بقواعد وأنظمة الأسواق المالية، وتوجيه الأوامر وتغطية الأحداث المباشرة وأنشطة الأسواق، وأكملت هذه المرحلة من مشروع الاتحاد بإنشاء موقع إلكتروني لشبكة الأسواق المالية العربية.

والهدف من المرحلة الثانية للشبكة هو تيسير الربط الإقليمي بين أسواق الأوراق المالية من خلال إنشاء بورصة ظاهرية للأوراق المالية عن طريق الاتصالات الإلكترونية، يشار إليها بعد اسم " الشبكة" ويجري حاليا تطوير هذه الآلية، واقتراح الاتحاد تشكيل مؤسسة للبورصات العربية لتحديد أنشطة الأوراق المالية تداولاً بحيث يمكن إدراجها إلكترونياً في جميع الأسواق العربية للأوراق المالية من مما ييسر المعاملات العابرة للحدود ويستحسن إمكانية الوصول إلى أموال الاستثمار الإقليمية بالنسبة للشركات العربية.

وستندمج الشبكة الوصلات البيئية الإلكترونية بين الوسطاء وأسواق الأوراق المالية المترابطة للوفاء بشتى القواعد والأنظمة المنطبقة على فرادي الأسواق، وستكون الوصلة البيئية غير منظورة بالنسبة للوسيط، وستظهر الشركات المشاركة مدرجة في البورصات الظاهرية الموحدة، عندما تصبح في الواقع مدرجة في أسواقها المحلية للأوراق المالية وتنظمها القواعد والأنظمة المحلية، وبهذا المعنى ستكون البورصة الظاهرية أيسر من تنفيذ منصة التداول عربية واحدة، تتطلب التنسيق الكامل للأنظمة وتوحيد التشريعات المالية وستتوفر معلومات شاملة عن قواعد وأنظمة كل سوق الأوراق المالية لصالح المستثمرين من خلال الموقع الإلكتروني لشبكة السوق المالية العربية.

ويجب أن يتعرف المستثمرون العرب الذين يشاركون في الأسواق الرأسمالية المتقدمة في خارج المنطقة على القواعد واللوائح الناظمة لمعاملاتهم في هذه البورصات، ولا غنى للمستثمرين من داخل

المنطقة الذين يمارسون المعاملات من خلال البورصة الظاهرية العربية للأوراق المالية عن فعل لشيء نفسه وبموجب نظام الشبكة، ستحفظ كل بورصة وطنية بهويتها ونكهتها المحلية لخدمة احتياجات شركاتها المحلية على نحو أفضل غير أن الشبكة ستسير أيضا المعاملات العابرة للحدود، بتوفير إمكانية وصول أسرع وأفضل للمستثمرين إلى أسهم الشركات العربية المدرجة للتداول في شتى أرجاء المنطقة. ويمكن استخدام عدد من الاستراتيجيات المختلفة لتيسير تدفقات الاستثمار بين بلدان المنطقة وربط الأسواق المالية :

- يمكن لشركة ما أن تدرج أسهمها في أكثر من بورصة واحدة لزيادة فرصة الحصول على أموال رأسمالية، وعلى سبيل المثال، أدرجت مؤسسة الاتصالات القطرية "كيوتل" في سوق الدوحة للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بصورة مشتركة، مما أتاح للشركة فرصة الحصول على استثمارات في جميع البلدان الثلاثة، وأمضى مدراء "كيوتل" وقتا طويلا وأنفقوا مبالغ هامة في التعرف على قواعد وأنظمة كل سوق من أسواق الأوراق المالية وتلبية متطلباتها من حيث إجمالي القيمة السوقية والإفصاح المالي والإدراج والرسوم وما إلى ذلك. وهذه طريقة باهضة الكلفة لجمع رأس المال السهمي بالنسبة للجميع باستثناء للجميع باستثناء كبرى الشركات.

- وثمة خيار ثان هو أن تعتمد الشركة إلى زيادة فرص وصولها إلى أموال الاستثمار الإقليمية بالسعي لدى حكوماتها للسماح للمستثمرين الأجانب بالوصول إلى أسواقها المحلية للأوراق المالية، ومن شأن هذا، في حالة كيوتل أن يزيل الحاجة إلى الإدراج المشترك في البورصات الثلاثة والتكاليف المتصلة بهذا، غير أنه كان يستعين على المستثمرين في الإمارات العربية المتحدة والبحرين استيعاب تكاليف جديدة تتصل بالحصول على المعلومات المالية في الوقت المناسب عن الشركة المدرجة خارج سوقيهما للأوراق المالية والتسجيل كمستثمرين أجانب في سوق الدوحة للأوراق المالية وممارسة المعاملات من خلال شركة وساطة قطرية.

- وثمة استراتيجية ثالثة يشجعها اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية من خلال مشروعه لإقامة شبكة هي ربط سوق الدوحة للوراق المالية للوسطاء المحليين في الإمارات العربية المتحدة والبحرين من خلال مقسم الوصلات البنينة المالية، كما لو كانت الأسهم مدرجة بصورة مشتركة في سوقيهما المحليين للوراق المالية وستكون وصلة الشبكة وشفافة بالنسبة للوسطاء والمستثمرين وستكون مبرمجة، حسبما ذكر من قبل، لتلبية شتى قواعد وأنظمة فرادي أسواق الأوراق المالية.

ويمكن للبورصة الظاهرية التي تيسر التداول العابر للحدود زيادة عمق السوق المالية العربية وكمية السيولة بها، وخفض تكاليف المعاملات المرتبطة بهذا التداول، وتوفير المعلومات في الوقت المناسب من خلال أحدث التكنولوجيات والمساعدة على تفادي عدم كفاية المعلومات والحيازة الطويلة للأوراق المالية التي تتصف بها عادة الأسواق العربية للأوراق العربية.

4- متطلبات أخرى للربط والتعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية

وتتمثل هذه المتطلبات فيما يلي:¹³⁸

- إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة: يتطلب التعامل في الأسواق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للاتصالات لتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها ولعل تشغيل القمر الصناعي العربي يمكن أن يلعب دور كبير في ربط الأسواق الأوراق المالية العربية كما إن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدى صندوق النقد العربي والاتجاه العربي لبورصات الأوراق المالية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية ويتيح للمستثمر العربي فرصة جيدة لمتابعة استثماراته في هذه الأسواق.
- إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية: لاشك أن إنشاء شركة وساطة عربية يساعد كثيرا على الربط وافتتاح الأسواق المالية العربية ويقتصر نشاط هذه الشركة على مايلي:
- العمل كوسيط مالي للأوراق المالية لشركات عربية مشتركة.
- العمل كوسيط مالي يقوم بترتيب عمليات بيع مباشر للأوراق مالية جديدة والأوراق المالية المتداولة.
- تتكفل بضمان تسويق الإصدارات الجديدة.
- تقديم الاستثمارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.

ويمكن إضافة إلى ما سبق:

- ضرورة التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية في مجال الإفصاح والشفافية حيث طلب المؤتمر الذي أُنعقد في الدوحة في 24-25 أبريل 2005 بضرورة الاستفادة من التقنيات الحديثة في نقل المعلومات وربط الأسواق الأوراق المالية عبر شبكة الانترنت وكذا استخدام أحدث التقنيات فيما يتعلق بالتسويق للمعلومات¹³⁹

تفعيل الإدراج المشترك بين البورصات العربية من شأنه تعزيز فرص التعاون بين البورصات ويزيد من انفتاحها على بعضها ويكون ذلك من خلال خلق بيئة قانونية مالية ومنتاسقة في كل البلاد المتطلعة للإدراج فوجود قوانين مالية متشابهة بين البلدان الهادفة للإدراج هو من أهم المقومات للإدراج المشترك كما هو حاصل في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى تفعيل دور هيئات سوق رأس المال في التقارب والمقارنة بين الأسواق في البلاد المختلفة لأن الإدراج المشترك.

91- صالح الدين حسن السبيسي، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 138.

- مجلة السوق، مؤتمر أسواق المال الخليجية تستند على التعاون والإفصاح والشفافية، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 8. 139

يحتاج إلى غطاء قانوني يراعاه ويحميه، كما أن تماثل أو تقارب البيئات التكنولوجية يساهم في عمليات الإدراج المشترك، إضافة إلى ما ذكر فوجود قنوات بين أسواق العربية يكل خاص فيما يتعلق بالتنوع الاستثمارية وتبادل المعلومات حول الأسواق والشركات المدرجة فيها من أهم الخطوات التي تدفع باتجاه هذا الهدف¹⁴⁰

- ضرورة تحقيق التكامل بين البورصات العربية ضماناً لتدفق رؤوس الأموال إقتداءً بالنموذج الأوروبي حيث أكدت اتفاقية إنشاء الاتحاد الأوروبي على ضرورة توحيد أسواق المال وتخفيض القيود في العامل في البورصات وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية وقد سعت اتفاقية البورصات الأوروبية للقضاء على العقبات التي تحول دون تحقيق هذه الأهداف من خلال الآتي:¹⁴¹
- القضاء على عقبة المعلومات عن كل بورصة.
- إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الوراق المالية.
- تخفيض تكلفة عقد الصفقات الأوراق المالية عبر البورصات المختلفة.
- إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي للأوراق المالية.
- توحيد شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية على تنوع الاستثمارات سواء في الأسهم أو السندات الحكومية الدولية وسندات الشركات والصكوك الأخرى فامتصاص السيولة في الأسواق وربط الإبداعات بالتوظيف الأمثل للمصادر المالية وزيادة معدل دوران الأوراق المالية.

خلاصة الفصل السادس

نظراً لأوجه القصور والعقبات التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية فإن قضية تطوير هذه الأسواق أصبحت جد ضرورية، خاصة في ضوء التحديات الكبيرة التي تواجهها الاقتصاديات العربية، لهذا أخذ صندوق النقد العربي زمام المبادرة وهو الجهة المهتمة بقضايا أسواق الأوراق المالية العربية إذ نصت المادة 04 من اتفاقية إنشائه على تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، فقام الصندوق بتنظيم مؤتمر سنة 1984 وضع فيه برنامج موجه لهذه الأسواق يقوم على إجراء دراسات ميدانية لأسواق الأوراق المالية العربية الأعضاء فيه قصد التعرف عن قرب عليها، وإنشاء قاعدة معلومات عن أنشطة هذه الأسواق بالإضافة إلى المساعدة الفنية التي يمكن أن تستفيد منها كل سوق.

- راشد بن عبد الله العلوي، حوار مع حسن ياسين، مدير عام سوق فلسطين للأوراق المالية، حول سوق الأوراق المالية، مجلة سوق المال،¹⁴⁰ العدد 26، جوان 2004، ص: 18.

- أمل مصطفى عصفور، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 248.¹⁴¹

و لم يقف عند هذا الحد بل أنشأ آلية متخصصة لتقديم خدمات الملاعة الائتمانية، وبمبادرة من مصر تم إعداد دراسة تتضمن تطوير أسواق الأوراق المالية المصرية من خلال تحفيز الطلب وهي دراسة متعددة الجوانب يمكن الإقتداء بها.

وفي عالمنا هذا الذي وُصف بأنه عصر التكتلات فإنّ اندماج وارتباط أسواق الأوراق المالية العربية أصبح ضروري قصد مواجهة العقبات والمشاكل التي تعترض كل سوق وهو منفرد. وعليه، على أسواق الأوراق المالية العربية أن توحد الجهود وتكثف العمل قصد النهوض بالأسواق العربية والتصدي للصدمات التي يمكن أن تحول دون تطورها.

خلاصة الباب الثاني

لقد خلص الباب الثاني بعد دراسة واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، ومن خلال الفصل الرابع الذي كان بعنوان واقع أسواق الأوراق المالية العربية، أن الدول العربية شهدت إهتماماً متزايداً بموضوع إنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية خاصة في ظل الدخول في عصر العولمة في مختلف المجالات، وخصوصة مؤسسات القطاع العام، فهذا التوجه يتطلب وجود أسواق مالية متطورة وذات كفاءة، قادرة على إستيعاب إحتياجات هذه المرحلة، فبالإضافة إلى أسواق الأوراق المالية العربية التي كانت موجودة، شهدت الساحة المالية العربية إنشاء المزيد من أسواق الأوراق المالية العربية المنظمة حيث أصبحت تضم أربعة عشر سوق وهي: سوق أبو ظبي للأوراق المالية، بورصة عمان الأردنية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء المغربية، بورصة الجزائر، بورصة الأوراق المالية بتونس، سوق دبي

المالي، سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الدوحة للأوراق المالية بقطر، بورصة بيروت اللبنانية، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بمصر.

تتباين أسواق الأوراق المالية العربية فيما بينها، إذ يمكن تصنيفها من حيث طبيعة أسواق أوراقها المالية إلى أربعة مجموعات لكل مجموعة منها صفات رئيسية، وذلك من حيث الأوضاع الاقتصادية وتوجهاتها لتطوير أسواقها المالية وهذه المجموعات هي:

- المجموعة الأولى: دول الفئاض المالي والحرية الاقتصادية، وتشمل هذه المجموعة دول المجلس التعاون الخليجي" السعودية، البحرين، الكويت، الإمارات وقطر"، وتتمتع هذه الدول بالفوائض المالية والحرية الاقتصادية، وما تجدر إليه الإشارة أن لدى بعض هذه الدول أسواقا مالية منظمة، في حين أن البعض الآخر يحاول وضع الترتيبات اللازمة لإنشاء مثل هذه الأسواق.

- المجموعة الثانية: دول العجز المالي والحرية الاقتصادية، وتقع ضمن هذه المجموعة خمسة دول هي: الأردن، لبنان، مصر، المغرب وتونس، حيث تتوفر لدى هذه الدول كافة أسواق مالية منظمة.

- المجموعة الثالثة: وتتمثل في كل من العراق، سوريا، الجزائر، اليمن، وليبيا، حيث أعطت هذه الدول القطاع العام الدور الأساسي في تحقيق التنمية الاقتصادية، غير أنه جرت خلال السنوات الأخيرة تحولات أساسية على المستويين الدولي والمحلي، انعكست على توجه هذه الدول لزيادة دور القطاع الخاص في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مما أدى بهذه الدول إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة لإنشاء وتطوير أسواقها المالية لكونها الركيزة الأساسية للتنمية، وتحقيق الإصلاحات الاقتصادية المطلوبة.

-المجموعة الرابعة: وهي الدول ذات النشاط الاقتصادي المتدني، مثل جيبوتي، الصومال، موريتانيا، والسودان.حيث أن حجم النشاط الاقتصادي لا يبرر إنشاء أسواق مالية متطورة، وعلى الرغم من وجود سوق للأوراق المالية في بعضها إلا أن الاهتمام بقضايا التنمية الاقتصادية لا يقتصر إنشاء البورصات.

رغم هذا التباين إلا أن جميع أسواق الأوراق المالية العربية تعترضها جملة من المعوقات، هذه الأخيرة تم تناولها في الفصل الخامس، والذي جاء بعنوان معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، إذ تم توضيح المعوقات التي تعترض الأسواق العربية من خلال ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول تناول المعوقات التنظيمية والتشريعية، إذ تفتقر جل أسواق الأوراق المالية العربية إلى الأطر التنظيمية وكذا الضوابط التشريعية كذلك التي تحمي المتعاملين في السوق،بالإضافة إلى عدم مرونة التشريعات، وغياب الشبه التام لصناع السوق الذي ينقص الفاعلية في مثل هذه الأسواق،و ضعف جهود التعاون بين الدول العربية لربط أسواقها.

أما على الصعيد الاقتصادي تم تسجيل عائق ضيق نطاق السوق، من خلال ضآلة الطلب نتيجة نقص الادخار وعدم وجود ثقافة بورصية من جهة،و ضآلة العرض من جهة أخرى والذي يعود إلى نقص

الشركات المسعرة في البورصة، ومنه عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة في السوق، بالإضافة إلى مشكلة هجرة رؤوس الأموال للخارج بحثاً عن العائد والأمان اللذان تفتقر إليهما أسواق الأوراق المالية العربية.

أما في المبحث الثالث فقد تم تسليط الضوء على معوقات التي تواجه بورصة الجزائر والتي لا تختلف عن تلك التي تعترض بقية أسواق الأوراق المالية العربية.

بينما الفصل السادس والأخير من هذا الباب تناول سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية والربط بينها، فتطرق المبحث الأول منه إلى مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير هذه الأسواق حيث أخذ الصندوق هذه المهمة على عاتقه منذ إنشائه، وهذا من خلال نشره لقاعدة البيانات، وإنشاء هيئات متخصصة لتقييم أداء هذه الأسواق، وتقديم جملة من المساعدات الفنية لإصلاح أسواق الأوراق المالية العربية، كما تم عرض دراسة أعدت من لجنة متخصصة في مصر، ركزت هذه الدراسة على ضرورة تحفيز الطلب للنهوض بالسوق المصري، وفي آخر هذا المبحث تم تقديم مساهمة من الباحث بعض الاقتراحات لتفعيل بورصة الجزائر، شملت الجانب التشريعي والتنظيمي، الجانب الاقتصادي والمالي، وأخيراً الجانب الاجتماعي والثقافي.

في المبحث الثاني من هذا الفصل تم إقتراح الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية لتجاوز مختلف المعوقات والوصول بهذه الأسواق إلى المستوى المطلوب .

وعليه فإن حداثة بعض أسواق الأوراق المالية العربية، ونقص الخبرة بالإضافة إلى المعوقات السالفة الذكر تسببت في عدم تطور الأسواق العربية، رغم أهميتها ضمن متطلبات التنمية الشاملة، لذا يتوجب تجاوز تلك المعوقات من خلال توحيد الجهود بين الدول العربية ومنه ربط أسواق الأوراق المالية العربية .

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة .

إذ يتم تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات والأوراق المهجنة، كما ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية، ويتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، و عليه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفاءة، ويعتمد المهتمون من خبراء ومستثمرين في متابعة أداء أسواق الأوراق المالية على المؤشرات باعتبار بارومتر قياس الأداء، وأداة التنبؤ بحركة تطور الأسعار بالسوق، خاصة في ظل العولمة والاتجاه المتزايد نحو تحرير الخدمات المالية، فإن تدفقات رؤوس الأموال أصبحت كبيرة وسريعة تبحث دائماً على العائد المرتفع.

لقد زاد التحرر المالي من ترابط أسواق أوراق المالية الأكثر تقدما في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، أسواق الأوراق المالية الأوروبية، واليابان، إذ تعد أسواق الولايات المتحدة الأمريكية من أكبر المراكز المالية الدولية خاصة بورصة نيويورك، ولقد انضمت في السنوات الأخيرة إليها الأسواق الناشئة، وهي أسواق متطورة موجودة في إقتصاديات نامية ساهم التحرر المالي في توجيهها نحو العالمية، فقامت بتكييف نظمها القانونية، الرقابية، المحاسبية والضريبية حتى تكتسب ثقة المستثمرين المحليين والأجانب بصفة خاصة، لكن إصطدمت هذه الأسواق بأعنف الأزمات المالية التي ظهرت داخلها وعرفت انتشارا كبيرا شملت حتى الأسواق الأكثر تقدما لكن نتائجها كانت أقل ضررا عليها باعتبارها إقتصاديات قوية.

بالرغم من الأزمات المالية العنيفة التي مرت بها الأسواق الناشئة في سعيها نحو تطوير أسواقها للأوراق المالية إلا أنها تعتبر خطوة جريئة لها جوانبها الإيجابية يمكن الأخذ بها، نظرا للدور الكبير الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في استقطاب رؤوس الأموال للإستعانة بها في عملية التنمية. في نفس الإطار أدركت الدول العربية أهمية مثل هذه الأسواق، خاصة في ظل التوجه الجديد المتمثل في تقليص دور القطاع العام والاتجاه نحو خصوصته، فمثل هذا التوجه يقتضى تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، فبالإضافة إلى الأسواق التي كانت موجودة كبورصتي مصر، سوق القيم المنقولة بالدار البيضاء في المغرب والبورصة اللبنانية ظهرت أسواق أخرى ليصبح عدد أسواق الأوراق المالية العربية أربعة عشر سوق هي: سوق أبو ظبي للأوراق المالية، بورصة عمان الأردنية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة القيم المنقولة لدار البيضاء المغربية، بورصة الجزائر، بورصة الأوراق المالية بتونس، سوق دبي المالي، سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الدوحة للأوراق المالية بقطر، بورصة بيروت لبنانية بورصة القاهرة والإسكندرية بمصر.

أسواق الأوراق المالية العربية متباين فيما بينها من حيث درجة التطور والتنظيم والنشاط، وتسعى كل دولة عربية إلى تطوير سوقها، إلا أن أغلبها مازال في مراحله الأولى، وتواجه كل أسواق الدول العربية العديد من العراقيل وفي جميع المجالات، تتمثل في قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، وإن وجدت فهي تفتقر للوضوح بالإضافة إلى تأخر برامج الخصوصية وقصور دور شركات الوساطة، كما تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من العديد من المعوقات في جانبي العرض والطلب على الأدوات المالية، ففي جانب الطلب، فإن إنخفاض الطلب على الأدوات المالية يعود إلى إنخفاض معدل الدخل الفردي ومنه ضعف الإدخار الفردي، بالإضافة إلى إنخفاض العائد المالي على هذا النوع من الإستثمار بالمقارنة بمجالات الإستثمار الأخرى، أما في جانب العرض يلاحظ بأن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من عدم تنوع الأدوات المالية، ويرجع ذلك إلى أن هذه الأسواق تتصف بسيطرة الشركات المغلقة الأمر، أما على الصعيد الاجتماعي والثقافي

نجد عدم توفر الوعي الاستثماري بين المتعاملين بالإضافة إلى العامل الديني الذي يحرم التعامل ببعض الأدوات المالية.

وفي ظل التحديات والتغيرات الجديدة التي يشهدها العالم على مستوى العلاقات التجارية والمالية الدولية، وما صاحبها من تحرير للسلع ورؤوس الأموال وإطلاق قوى السوق والمنافسة لتحقيق التوازنات المطلوبة على كافة المستويات، أصبحت أسواق الأوراق المالية من أهم المحركات الرئيسية للإقتصاد العالمي، لذا يجب على الدول العربية تحليل المعوقات التي تعترض أسواقها لمواجهة هذه التحديات.

وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة عن الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية:

1- إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات للأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، بالإضافة إلى توفير مناخ استثماري الذي يعتبر المقوم الرئيسي، ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين وعلى تسهيل وسرعة المعاملات، مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية لتكيف مع المتغيرات المستجدة وإستعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار،. كما أن بعضها الآخر لا يزال في مرحلة الإنشاء مما يستلزم انقضاء فترة زمنية مناسبة للإنشاء أولاً، وفترة زمنية أخرى للتنظيم، وفترة ثالثة لكي يأخذ التنظيم فرصته في التطبيق والاستقرار.

- وهنا نتأكد عدم صحة الفرض القائل بأنه يمكن للتشريعات واللوائح التنظيمية أن تنشأ سوقاً مالياً فعالاً لوحدها، بإعتبار أنها غير كافية ما لم يتوفر مناخ استثماري ملائم الذي يعتبر حجر الأساس لإقامة أسواق أوراق مالية.

2- أغلب التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية، وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى، ومن هنا فإن بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية وإذا عملت بعض الدول العربية إلى تعديل مواد القوانين فإن تراكم التعديلات قد أدى إلى تعرض القوانين للتغيرات المستمرة، ومن الطبيعي أن عدم ثبات القوانين لا يمكن أن يساعد على استقرار تلك القوانين من ناحية ويؤدي من ناحية ثانية إلى إن تنتشعب القوانين وتتداخل فيما بينها.

3- تعاني العديد من أسواق الأسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، وعدم التزام عدد كبير من الشركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية، لذا فإن المستثمرون ينتظرون التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، مما نتج عنه تدفق الاستثمارات العربية نحو البورصات العالمية التي تتميز بمستوى عال من الإفصاح.

- وهنا نتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات لأن كفاءة السوق تتوقف على تحقيق أهدافه في تمويل التنمية وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة من توفير السعر العادل للأوراق المالية المتداولة الذي يعكس كافة المعلومات المتاحة ولا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومة وتحليلها من أجل إتخاذ قرار الإستثمار

4- لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية في معظم البلدان العربية بدائية وفي البعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء مثل سوريا واليمن، ويتبين نقص التطور النسبي في أسواق الأوراق المالية بشكل واضح من حصة الدول العربية من مجموع قيمة الرسملة السوقية في العالم، فقد قدرت الرسملة السوقية لتسعة أسواق أوراق مالية عربية وهي المملكة العربية السعودية مصر لبنان الكويت الأردن الإمارات العربية البحرين عمان قطر عام 2002م بأقل من 180 مليون دولار في حين قدر المجموع الكلي للقيمة العالمية بحوالي 10 تريليون دولار لنفس السنة أي ما يعادل 01.8%.

- وهنا نتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن تخلف أسواق الأوراق المالية العربية راجع إلى حداثة نشأتها، مما يتطلب فترات زمنية متباعدة تشكل كل فترة مرحلة من مراحل نموها، بدليل أنه يعود إنشاء بعض البورصات العربية إلى عهد قديم مثل بورصتي القاهرة والإسكندرية بمصر خلال سنتي 1883م و1889م غلى التوالي، وبورصة بيروت بلبنان عام 1920م وبورصة الدار البيضاء المغربية عام 1929م وبالرغم من مرور هذه الحقبة الزمنية على إنشاء تلك الأسواق إلا أنها مازالت تعاني من التخلف والركود.

5- غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في تقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية.

6- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين، مما نتج عنه عجز هذه الأسواق عن تقديم الطمأنة الكاملة للمستثمر فيها، والتقلب في أحجام التداول يعني غياب السيولة عند هذه الأسواق في أحيان كثيرة،

7- إن نقاط الضعف البنوي والعوائق المؤسسية التي تقف في سبيل تطوير سوق الأوراق المالية عديدة حيث أن هذه الأخيرة صغيرة جدا من حيث الحجم ودورها محدود في مجال حشد الموارد وتخصيصها ويرجع السبب في ذلك إلى محدودية أدوات الاستثمار المتداولة وعدد صغير من الشركات المسجلة واحتكار ملكية القطاع العام للأوراق المالية من جهة، وإلى محدودية القطاع الخاص من جهة أخرى.

8- ضالة الطلب وتعود أسبابه إلى العناصر الأساسية التالية:

- انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية يعود إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار، بالإضافة إلى انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثيرين من المستثمرين. والتباين في مستوى دخل الفرد فيما بين الدول العربية راجع إلى أن هناك تناقضا صارخا بين الدول العربية النفطية والدول العربية غير النفطية.

- انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين الإستثمار في الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع.

- ارتفاع سعر الفائدة، يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعا كلما أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية. - عدم ملاءمة النظام الجبائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، خاصة في بعض البورصات العربية إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار.

- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات وذلك لتأثير معدل التضخم، إذ سجل في الدول العربية ارتفاعا بلغ 4.5% عام 2004، لثمانية عشرة دولة، حيث كان أعلى معدل في اليمن بـ 12.5%، وتليه مصر بـ 11.1%، أما أدنى نسبة فقد سجلت في السعودية بـ 0.2%، وكذا سلطنة عمان بـ 0.4% .

9- في ظل السوق الكفو تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب التعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في تلك الأسهم من مخاطر.

10- ضالة الانفتاح على الخارج،: من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية العربية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.

11- ضيق الفرص المتاحة للتنويع، تتسم جميع البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنويع، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول.

12- ضعف السيولة ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة، ويلاحظ في البورصات العربية أن أسعار الأسهم وحتى وحدات صناديق الاستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في كثير من الأحيان.

13- تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من عدم تجانس في القوانين التشريعية والتنظيمية، و عدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها، وعند تقييم أثر الربط بين البورصات العربية وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان، نجد أنها خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات حيث لم يزد حجم التعاملات بين الأسواق الموقعة على إتفاقيات التعاون.

- وهنا نتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن عدم ترابط أسواق الأوراق المالية العربية راجع إلى كثرة التشريعات واللوائح التنظيمية والسبب يعود إلى تباين التشريعات من دولة إلى أخرى مما لا يشجع عملية الربط ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال نشرات صندوق النقد العربي في مجال أسواق الأوراق المالية .

أما بالنسبة للاقتراحات فأنتني أقترح ما يلي:

1- مقترحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي، إستكمال الإطار التشريعي، من خلال سن القوانين والتشريعات وآلية العمل المناسبة، ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق

2- تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار. وإبرام إتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية. كذلك قيام هذه الأسواق بنشر بياناتها من خلال شبكة الإنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة، من خلال.

- الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.

- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.

- تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها.

- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة.

- التزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي أن يقيم أداء هذه الشركة، وحتى تستطيع الشركات أن تستفيد من مزايا طرح العام في الأسواق العالمية.

3- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية

4 - تحفيز الادخار وذلك من خلال التريبة الادخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها.

5- الاستمرارية والتوسع في برامج الخصخصة إذ تشكل عمليات الخصخصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات، إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني والجدير بالذكر أن نجاح عملية الخصخصة لا يكون إلا عن طريق خصخصة الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة وهذا من شأنه تعزيز ثقة المستثمرين المحتملين مما يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية من جهة وعوض خصخصة المؤسسات المفلسة التي تحول دون تطور البورصة. ونوصي السلطات العمومية عوض تصفية المؤسسات العمومية الخاسرة إلى إعادة هيكلتها من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح.

6- مكنة أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين. وإدخال خدمة التداول عن بعد وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها الأسواق الأوراق المالية المتطورة وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

7- خفض فترة التسوية من خلال:

- الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بالمراكز الرئيسية وفيما بينها.

- إنشاء غرف للمقاصة وتسهيل الاتصال بينها. وكذلك الربط الآلي لوحدات الجهاز المصرفي والبنك المركزي لسهولة تسوية المعاملات المالية الناتجة عن التعامل في البورصة.

- زيادة عدد البنوك والفروع المشتركة في عمليات التسوية والمقاصة، كحل مرحلي

- تخفيض فترة التسوية

8- متطلبات للربط والتعاون بين البورصات العربية

وتتمثل هذه المتطلبات فيما يلي:

- إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة: يتطلب التعامل في الأسواق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للاتصالات لتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها ولعل تشغيل القمر الصناعي العربي يمكن أن يلعب دور كبير في ربط الأسواق الأوراق المالية العربية كما إن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدى صندوق النقد العربي والاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية ويتيح للمستثمر العربي فرصة جيدة لمتابعة استثماراته في هذه الأسواق.
- إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية: لاشك أن إنشاء شركة وساطة عربية يساعد كثيرا على الربط وافتتاح الأسواق المالية العربية ويقتصر نشاط هذه الشركة على مايلي:
 - العمل كوسيط مالي للأوراق المالية لشركات عربية مشتركة.
 - العمل كوسيط مالي يقوم بترتيب عمليات بيع مباشر للأوراق مالية جديدة والأوراق المالية المتداولة.
- تقييم الاستثمارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.
- تفعيل الإدراج المشترك بين البورصات العربية الذي من شأنه تعزيز فرص التعاون بين البورصات ويزيد من انفتاحها على بعضها ويكون ذلك من خلال خلق بيئة قانونية مالية ومنتاسقة في كل البلاد المتطلعة للإدراج فوجود قوانين مالية متشابهة بين البلدان الهادفة للإدراج هو من أهم المقومات للإدراج المشترك كما هو حاصل في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى تفعيل دور هيئات سوق رأس المال في التقارب والمقارنة بين الأسواق البلدان العربية.
- ضرورة تحقيق التكامل بين البورصات العربية ضمانا لتدفق رؤوس الأموال إقتداءا بالنموذج الأوروبي، حيث أكدت اتفاقية إنشاء الاتحاد الأوروبي على ضرورة توحيد أسواق المال وتخفيض القيود في العمل في البورصات، وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية وقد سعت اتفاقية البورصات الأوروبية للقضاء على العقبات التي تحول دون تحقيق هذه الأهداف من خلال الآتي
 - القضاء على عقبة المعلومات عن كل بورصة.
 - إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية.
 - تخفيض تكلفة عقد الصفقات الأوراق المالية عبر البورصات المختلفة.
 - إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي للأوراق المالية.
 - توحيد شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية.
- وفي الأخير كانت هذه بعض الإقتراحات للنهوض بأسواق الأوراق المالية العربية قصد مواجهة التحديات واللاحق بركب المراكز المالية المتقدمة، وتحقيق الاستخدام الأمثل للفوائض المالية العربية

بدل من تركها في أيدي الغير، فعلى الدول العربية أن تكثف جهود التعاون فيما بينها إقتداء بالنموذج الأوروبي.

وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، خاصة وأن الساحة العربية في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع بسبب تحديات العصر الحديث القائم على مبدأ التكتلات من أجل البقاء... وفي الختام الحمد لله أولا وأخيرا، ونسأله التوفيق والسداد.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1- الكتب

1-1 الكتب باللغة العربية

- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 1998.
- الأمين حسين عبد الله، الودائع المصرفية النقدية واستثمارها في الإسلامية دار الشروق، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 1983.
- أيوب نادية، نظرية القرارات الإدارية، مطبعة طربين، سوريا، 1989.
- البيطار أحمد المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، صندوق النقد العربي جانفي 2002.
- التوني ناجي، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 29 ماي 2004.
- الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية دار الصفاء لنشر والتوزيع عمان - الأردن 2002.
- جودة صلاح، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطابع الأهرام، مصر 1998.
- الحاجي محمد عمر، ظاهرة العولمة الاقتصادية، دار المكتبي، سوريا 2001.
- حردان طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل لنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997.
- حسان نبيل، الجات ومنظمة التجارة العالمية - أهم التحديات في مواجهة الاقتصاد العربي دار إيجي مصر للطباعة والنشر والتوزيع الطبعة الثانية 1999.

- حسن عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى ملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر 1996.
- حشيش عادل أحمد وحسين عوض زينب، مبادئ علم الاقتصاد، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية 1999.
- حطيب شندي جمال، العولمة المالية ومستقبل الأوراق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، مصر 2002.
- حلمي السعيد هالة، الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة الرسائل لبنك الصناعي، العدد 58.
- حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى البورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- حميد محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال دار النهضة العربية، مصر 1993.
- الحناوي محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر 1998.
- الحناوي محمد صالح، نهال فريد مصطفى، العبد جلال الاستثمار في الأوراق المالية الدار الجامعية، الإسكندرية 2003.
- الحناوي محمد صالح والعبد جلال إبراهيم بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق دار الجامعية مصر 2002.
- الحناوي محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية مصر 2001.
- حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق استثمار الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- حنفي عبد الغفار، البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، بدون سنة الطبع.
- حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية زكي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2002.
- الخضير محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 1999.
- دنيال أرنولد، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم، المؤسسة الجامعية لدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الأولى، 1992 ص 11 ص 12.
- الراوي خالد وهيب، الاستثمار مفاهيم تحليل إستراتيجية، عمان، دار المسيرة، 1998.

- رجب سعيد سميرة، إدارة الاستثمار دار النهضة العربية مصر. 1999.
- رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، دون سنة طبع.
- رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل لنشر الطبعة الأولى عمان 1998.
- الزبيدي حسن لطيف كاظم، ومازن عيسى الشيخ راضي، العولمة ومستقبل الدور الاقتصادي للدولة في العالم الثالث.
- الزبيدي حمزة محمود، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2001.
- الزرري عبد النافع عبد الله وفرج غازي توفيق، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
- زكي أحمد صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج الطبعة الأولى، الأردن، 1997
- محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها مستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000.
- زوبل محمود أمين، البطريق يونس، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- سالم عبد الله، الخصخصة وتقييم الأصول في البورصة، مكتبة النهضة العربية، 1996.
- سويلم محمد، الإدارة المالية في قطاع الأعمال، مطبعة النيل، جمهورية مصر العربية، عدم توفر سنة الطبع.
- سويلم محمد، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع مصر.
- السيد البدوي عبد الحفيظ، إدارة الأسواق المالية، نظرة معاصرة دار الفكر العربي، مصر، 1999.
- السيد عليوة: إدارة الأزمات والكوارث مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، مركز القرار للاستثمارات، القاهرة، الطبعة الثالثة، 2004.
- السيريتي سيد محمد أحمد، مبادئ الاقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، مصر 2004.
- السيسي، صلاح الدين حسن تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى، 2003.
- السيسي صالح الدين حسن، شركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، عالم الكتب، الطبعة الأولى، 2003.
- شمعون شمعون، البورصة، الأطلس النسر، الجزائر 1999.
- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1994.

- شيحة مصطفى رشدي، اقتصاديات النقود والمصارف دار المعرفة، طبعة سادسة، مصر 1996.
- شيحة مصطفى رشدي وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة الطبعة الأولى مصر، 1993.
- صقر عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، دار الجامعية، مصر 2003.
- العاني عماد محمد علي عبد اللطيف، اندماج الأسواق المالية الدولية، أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
- عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية لنشر، مصر 1996
- عبد الحميد عبد المطلب، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي مكتبة زهراء الشرق مصر 1997
- عبد الحميد، عبد المطلب العولمة واقتصاديات البنوك، دار الجامعية، مصر، 2001،
- عبد الرحمن سليم، مبادئ الاستثمار، دار النهضة العربية، مصر 2001.
- عبد الغفار محمد مشكلة الادخار في مصر دار الطبع زهراء الشرق، مصر 1997.
- عبد الله خالد أمين، العمليات المصرفية والطرق المحاسبية الحديثة، دار وائل للنشر، الأردن 1998.
- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية مكتبة عين شمس مصر 1998.
- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر 1998.
- العصار رشاد والحلبي رياض، النقود والبنوك، دار الصفاء لنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2000.
- عطية أحمد صالح، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية 2003.
- الفيومي محمد، نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية، الدار الجامعات المصرية، سنة 1990.
- قابل محمد صفوت، الدول النامية والعولمة، الدار الجامعية، مصر 2004.
- قرياقص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية للطبعة والنشر والتوزيع، 1999.
- كاظم مراد، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، الطبعة 02، 1967.
- كمال طه مصطفى، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2000.
- لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2001.
- المحجوب رفعت، المالية العامة، النفقات العامة والإيرادات العامة، دار النهضة العربية، القاهرة 1975.

- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، دون سنة طبع.
- مرعي عبد الحى، محاسبة التكاليف لأغراض التخطيط والرقابة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1972.
- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- مطر محمد، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية 1999.
- مكايي نادية وأبو فخر، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية، منهج شامل، الدار الجامعية المتوسطة، الطبعة الأولى، مصر، 2001.
- ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2003.
- المناعي جاسم اقتصاديات العربية على أعقاب الألفية الثالثة بين دروس الأزمات وتحديات الإصلاحات القادمة صندوق النقد العربي 12-14 ماي 2001.
- المنزلاوي عباس حلمي، قانون التجاري، الشركات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الرابعة 1994.
- الموسوي ضياء الدين مجيد، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998.
- الناشف الهندي خليل أنطوان، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس- لبنان، 2000.
- النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر 1998-1999.
- نور أحمد، المحاسبة الإدارية، دار النهضة العربية، بيروت، 1984.
- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية منشأة المعارف الإسكندرية، مصر 1999.
- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، مصر 1999.
- هندي منير إبراهيم، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير توزيع منشأة المعارف للإسكندرية 1995.

- هندي منير إبراهيم، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين منشأة المعارف، الإسكندرية 1994.
- هندي منير إبراهيم وقرياقص رسمية الأسواق المالية والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع للنشر 1997.
- هندي منير إبراهيم-أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار المؤسسة العربية المصرفية البحرين سنة 1993.
- هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2003.
- يسري محمد دعبس إبراهيم، التربية الادخارية والتنمية الشاملة، دار المعارف مصر، 1996.

1-2 الكتب باللغة الأجنبية

- : S.A. Boukrami, Vade-mecum de la Finance Office des Publications Universitaire Alger Algérie, 1992
- Robert REIC, Système d'information et management des organisations, Edition vuibert Année 1995.
- B-laget, Les nouveaux outils financières, tome 1 édition, paris.-
- Douhane- Vade-mecum de la bourse des marchés financiers, édition SEFI Canada, Paris.
- Dumas Det Bally ; Les titres financiers équilibre du marché et méthode d'évaluation Paris, sans maison d'édition, 1995.
- E.Barthan, Crises financières un panorama des explications « un problème Economique » N° 2595, 16 décembre 1998.
- F. Rosenfeld, Analyse des valeurs mobiliers, volume 2, dunod, Paris 1993.
- F.LEROUX, Marché internationaux des capitaux, Montréal 2^{ème} édition 1995.
- G. dePOSE P. Balley la bourse des valeurs, que sais-je, édition Bouchéne, Alger, 16ème édition 1993.
- J. Teulie et topsacalian, Finance Edition Vuibert, paris.
- J.Pilverdier, tereyt, Le marché boursier, Edition Economica, 1998.
- A. CHOINEL, et G, -ROUYER, Les marches financiers structure et acteurs, Paris, 2^{ème} Edition 1997.
- Moussette Donis Valeurs mobiliers et gestion de de porte feuille, Québec, SMG, 1993.
- P. Monmer, Les marches boursières, Verreuil, paris, 3ème édition, 1997.

- P. Topscaliane, Les indices boursières sur action, édition economica, paris, 1996.
- P.Conso, la gestion financière de l'entreprise, Tome 2 deuxièmes éditions, 1989.
- Peyrard, La bourse, imprimerie hérisséey a ayreux, 3^{ème} Edition, 1993.
- Shall- Helly .c ; Introduction to Financial Management, Mc Graid-Hill, New, Work, 1988.
- Y. simon, Enyclopédie de marchés, financiers, tome 1, Economica, Paris, 1997.-
- Douhane- Vade-mecum de la bourse des marchés financier, édition SEFI Canada, Paris.

2- الأطروحات والرسائل الجامعية

2-1 رسائل الدكتوراه

- براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999.
- بن ثابت علال، أسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات، ومظاهر التجديد، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003.
- خليل حسن خليل دور رؤوس الأموال الأجنبية في تنمية الاقتصاديات المتخلفة مع دراسة خاصة بإقليم مصر - رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة جمهورية مصر، العربية.
- زيطاري سامية دينامكية أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
- الصافي، وليد أحمد الأسواق المالية العربية، الواقع والأفاق أطروحة دولة كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
- الغاشم عبد الوهاب علي حسن، سوق الأوراق المالية مع إمكانية إنشائها في اليمن، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2003.

2-2 مذكرات الماجستير

- M.Berrag, le marché financier en Algérie entre la réalité et les expériences, magis- tère en sciences de gestion, option finance, Ecole supérieure de commerce, juillet 1993.

3-المجلات والجرائد

3-1المجلات

- إنجي توكل، من يربح السباق البنوك أم سوق المال، مجلة المشروعات الدولية الخاصة، العدد 12، 2005.
- بخيت حيدر نعمة ومزنان نصر حمود، سياسات التحرر المالي، مجلة الجندول العدد 25 نوفمبر 2005.
- بوكابوس سعدون و فارس فضيل اقتصاديات الدول العربية بين إشكالية التهميش المالي والأموال المهاجرة - مجلة دراسات اقتصادية- مركز البصيرة للبحوث والدراسات الإنسانية- العدد 6 جويلية 2005.
- بوكساني رشيد وأوكيل نسيم، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، رقم 06، ماي 2006، المعهد الوطني للتجارة.
- تومي عبد الرحمن، العولمة الاقتصادية وأثرها على العالم العربي، مجلة الدراسات الاقتصادية مركز البصيرة للبحوث والدراسات الأساسية العدد 03-2004.
- حسن مأمون إبراهيم، أسواق الأوراق المالية العربية واقعها وإمكانيات تطويرها وربط فيما بينها، سلسلة الدراسات الاستثمارية(مطبوعة غير دورية)، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 1988.
- حضر حسان، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية، تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون (27) مارس 2004.
- حمد النيل عبد المنعم محمد الطيب، آفاق التعاون الاقتصادي العربي في ظل المتغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد 02، سنة 2003.
- الربيعي فلاح خلف علي، أثر السياسات الاقتصادية على مناخ الاستثمار في الدول العربية مجلة الجندول العدد 23 جويلية 2005.
- زكي رمزي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات الاقتصادية، مركز البحوث والدراسات الإنسانية البصيرة، مؤسسة ابن خلدون، العدد الثاني 2000.
- شراح رمضان علي مستقبل الأسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها مجلة آفاق اقتصادية العدد 86 السنة 2001.

- العلوي راشد بن عبد الله حوار مع حسن ياسين مدير عام سوق فلسطين للأوراق المالية حول سوق الأوراق المالية، مجلة سوق المال، العدد 26، جوان 2004.
- فريديريك شنابير ودومينيك أنسي، الاختباء وراء الضلال، نمو الاقتصاد الخفي، قضايا اقتصادية- العدد 30، صندوق النقد الدولي، 2002.
- فودة شوقي السيد، نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المضربة، مجلة آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد 4، 1998.
- قدي عبد المجيد ومقدم عبيرات، العولمة وتأثيرها على الاقتصاد العربي، مجلة الباحث، العدد الأول، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2002.
- الكبيسي أحمد حسين راشد، مقومات نجاح السوق المالية، مجلة السوق، مجلة فصلية تصدر عن سوق الدوحة للأوراق المالية، قطر، العدد الخامس 2005.
- هبة مضر شاكر الطرجي وسعود جايد العامري، قائمة التدفقات النقدية ومتطلبات الإفصاح المحاسبي، مجلة آفاق إقتصادية، مجلة فصلية متخصصة ومحكمة يصدرها إتحاد غرف التجار والصناعة في دولة الإمارات العربية المتحدة مركز البحوث والتوثيق، المجلد 24- من العدد 93، سنة 2003.
- A.Sadmi, La bourse une affaire de volonté politique, journal, liberté Economie N° 118 du 4 au 10 Avril 2001.

3-2 الجرائد

- صادمي، إجراءات جديدة تعرض للمناقشة في مجلس مساهمات الدولة (طرح نسبة من رأس المال الشركات الكبرى بالبورصة) جريدة الخبر 22/03/2006 العدد 4658.

4-4 الملتقيات الندوات المؤتمرات

4-1 الملتقيات

- باسراحيل عوض محمد، دور البنك المركزي اليمني في إنشاء سوق الأوراق المالية وتطويرها— ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية المنظمة العربية لتنمية الإدارية، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية، 06-10/03/2005.
- جركس إبراهيم أحمد، تحرير الغفار السمراني وعماد عبد اللطيف سالم، تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة، الملتقى العلمي الثالث لعتر الدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية ودولية، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، بغداد، 2002.

- حملوي ربيعة أساليب الخصوصية بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، الملتقى الدولي للاقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير سطيف- الجزائر من 03-07 أكتوبر 2004.

- شبايكي سعدان معوقات الخصوصية في الجزائر، الملتقى الدولي للاقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف- الجزائر من 03-07 أكتوبر 2004.

- عصفور أمل مصطفى المالية ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ مصر 6-1 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية الإدارية وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ مصر 6-1 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية.

- عطايا غالب أحمد، العولمة وانعكاساتها على الوطني العربي، الملتقى التربوي الأول لمواد الجغرافية والاقتصادية والدراسات الاجتماعية وعلم النفس 29-30 أبريل 2002، الإمارات العربية المتحدة.

- عماري عمار وبوسعدة سعيدة، معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 14-15 نوفمبر، 2005.

- غنيم حسن عطا المشتقات المالية ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ مصر 6-1 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية الإدارية وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ مصر 6-1 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية الإدارية.

- فلاحي صالح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي من 31 مايو إلى 02 جوان 2004.

- قويدر محمد وفرحي محمد أهمية الاستثمارات العربية البينية في تعزيز التكامل الاقتصادي العربي، ملتقى كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة فرحات عباس - سطيف الجزائر 8-9 ماي 2004.

4-2 الندوات

- إبراهيم حسن وآخرون أسواق الأوراق المالية العربية، الأداء والتحول، الصندوق النقد العربي بحث مقدم إلى ندوة، دور القطاع الخاص في اقتصاديات العربية الكويت 1999.

- أحمد محي الدين أحمد سلبيات أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول العربية فيفري 1993.
- ضو خليفة على، أداء السوق المالي وقطاع البنوك والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، ندوة بعنوان القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة بتاريخ: 2-03-2000 أبريل 2000 أبو ظبي الإمارات العربية المتحدة صندوق النقد العربي وصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي بتعاون مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.
- مايكل موسى مواجهة تحديات العولمة، ملتقى بعنوان العولمة وإدارة الاقتصاديات الوطنية، أبو ظبي، ماي 1999.

4-3 مؤتمرات

- أسامة جعفر فقيه، تنظيم أسواق المال العربية، ورقة مقدمة إلى مؤتمر اندماج أسواق المال العالمية وانعكاساته على دول مجلس التعاون لدول الخليج المنعقد في الكويت في 07-09/10/1989، صندوق النقد العربي.
- براق محمد وآخرون معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية حالة الجزائر، المؤتمر الدولي العالمي الثاني - كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة سكيكدة - الجزائر 2004
- عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة (الحالة العربية) بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي - كلية الشريعة - جامعة أم القرى.
- فاروق تشام، الاستثمارات العربية، واقعها وآفاقها في ظل النظام العالمي الجديد، مؤتمر الاستثمار والتمويل، بعنوان الإدارة العربية لجذب الاستثمار، شرم الشيخ، مصر من 05-08 ديسمبر 2004، المنظمة العربية للتنمية الإدارية.

5-التقارير

- التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء. 2002.
- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا ربط أسواق الأوراق المالية العربية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا نيويورك، 2004.
- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار في الدول العربية تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية 2004. العدد 01.
- حلمي سعيد هالة، عبد الله سمك نجوى وآخرون تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية، دراسة معدة يتكلف من الهيئة العامة أسواق لمال المصري سبتمبر 2001.
- صندوق النقد العربي، المؤسسات المالية العربية، وتمويل التنمية في الوطن العربي، 2005

- صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2000.
- صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2001.
- صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2002.
- صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2003.
- صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2004.
- صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، جوان، 2003.
- صندوق النقد العربي، تقرير خاص بقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، عدد خاص، الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات، نشأتها وتطورها، أبريل 1999.
- صندوق النقد العربي، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية، أبو ظبي، 2004.
- صندوق نقد عربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية، نشرة الفصيلة الربع الأول 2004، العدد 37.
- عبد القادر عبد الله بن حسن، السوق المالية، نشرة فصلية، 2003.
- Commission d'Organisation et de Surveillance des Opération de Bourse (COSOB) Guide de l'investisseur, novembre, 1997.

6- مواقع الانترنت

- محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية، والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات www.arriadh.com/economic تاريخ الإطلاع 2006/01/11.
- أرسلان محمد أحمد، آفاق والمقومات لتخفيف آلية السوق اليمينية لأوراق المالية أستاذ بجامعة عدن كلية الاقتصاد والإدارة WWW NIC- JOV- YE.
- حاكمي بوحفص، العولمة: الاندماج السريع والمنافع المحدودة، حالة الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية WWW.ulumusaniat.
- حسام الدين أحمد، وظائف البورصة [www. Islamonline.net/arabic/economics](http://www.Islamonline.net/arabic/economics) تاريخ الاطلاع 2004/04/03.
- قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالمهنة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، إتحاد المصارف العربية. تاريخ الإطلاع 21 جانفي 2006 WWW Uabarab lows.

7- قوانين

- الجريدة الرسمية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 1995/08/26 والمعدل بالأمر الرقم 97-11 المؤرخ في 19.
- الجريدة الرسمية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد الصادر في 2003/01/17.
- المواد 5.6.7 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03 يتعلق بالشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

الملاحق

جدول رقم (01): القيمة السوقية للأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2004 بالمليون دولار

2004	البورصة	2003	البورصة	2002	البورصة	2001	البورصة	2000	البورصة	1999	البورصة
306 255,70	بورصة السعودية	157 306,44	بورصة السعودية	74 851,38	بورصة السعودية	73 201,35	بورصة السعودية	67 166,04	بورصة السعودية	60 952,94	بورصة السعودية
73 580,54	بورصة الكويت	59 528,01	بورصة الكويت	35 098,89	بورصة الكويت	26 661,70	بورصة الكويت	30 791,26	بورصة مصر	33 038,65	بورصة مصر
55 490,40	بورصة أبوظبي	30 362,51	بورصة أبوظبي	26 338,69	بورصة مصر	24 308,57	بورصة مصر	19 847,98	بورصة الكويت	19 598,67	بورصة الكويت
40 434,79	بورصة الدوحة	27 847,48	بورصة مصر	20 375,76	بورصة أبوظبي	9 030,80	بورصة الدار البيضاء	10 875,84	بورصة الدار البيضاء	13 701,68	بورصة الدار البيضاء
38 076,84	بورصة مصر	26 702,11	بورصة الدوحة	10 567,22	بورصة الدوحة	6 601,27	بورصة البحرين	6 624,35	بورصة البحرين	7 160,73	بورصة البحرين
35 090,90	بورصة دبي	14 284,23	بورصة دبي	9 469,52	بورصة دبي	6 314,16	بورصة عمان	4 943,16	بورصة عمان	5 834,74	بورصة عمان
25 174,92	بورصة الدار البيضاء	13 050,18	بورصة الدار البيضاء	8 564,24	بورصة الدار البيضاء	2 634,37	بورصة المسقط	3 518,13	بورصة المسقط	4 303,14	بورصة المسقط
18 383,40	بورصة المسقط	10 962,98	بورصة عمان	7 716,39	بورصة البحرين	2 229,57	بورصة تونس	2 809,12	بورصة تونس	2 638,43	بورصة تونس
13 513,18	بورصة البحرين	9 701,77	بورصة البحرين	7 087,03	بورصة عمان	1 248,27	بورصة بيروت	1 582,50	بورصة بيروت	1 921,35	بورصة بيروت
9 317,66	بورصة عمان	7 246,23	بورصة المسقط	5 268,05	بورصة المسقط	0	بورصة أبوظبي	0	بورصة أبوظبي	0	بورصة أبوظبي
2 574,48	بورصة تونس	2 439,55	بورصة تونس	2 125,68	بورصة تونس	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الجزائر
2 330,74	بورصة بيروت	1 503,00	بورصة بيروت	1 395,26	بورصة بيروت	0	بورصة دبي	0	بورصة دبي	0	بورصة دبي
2 058,42	بورصة الخرطوم	746,56	بورصة الخرطوم	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الخرطوم
140,27	بورصة الجزائر	143,64	بورصة الجزائر	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الدوحة	0	بورصة الدوحة	0	بورصة الدوحة
622 422,24	المجموع	363 827,70	المجموع	208 858,11	المجموع	152 230,05	المجموع	148 158,38	المجموع	149 150,33	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي.

جدول رقم (02): عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة 1999-2004

2004	البورصة	2003	البورصة	2002	البورصة	2001	البورصة	2000	البورصة	1999	البورصة
792	بورصة مصر	967	بورصة مصر	1 150	بورصة مصر	1 110	بورصة مصر	1 071	بورصة مصر	1 033	بورصة مصر
192	بورصة عمان	161	بورصة عمان	158	بورصة عمان	161	بورصة عمان	163	بورصة عمان	152	بورصة عمان
125	بورصة الكويت	141	بورصة المسقط	140	بورصة المسقط	96	بورصة المسقط	131	بورصة المسقط	140	بورصة المسقط
123	بورصة المسقط	108	بورصة الكويت	95	بورصة الكويت	88	بورصة الكويت	86	بورصة الكويت	85	بورصة الكويت
73	بورصة السعودية	70	بورصة السعودية	68	بورصة السعودية	76	بورصة السعودية	75	بورصة السعودية	72	بورصة السعودية
53	بورصة الدار البيضاء	52	بورصة الدار البيضاء	55	بورصة الدار البيضاء	55	بورصة الدار البيضاء	54	بورصة الدار البيضاء	54	بورصة الدار البيضاء
48	بورصة الخرطوم	47	بورصة الخرطوم	46	بورصة تونس	45	بورصة تونس	44	بورصة تونس	44	بورصة تونس
45	بورصة البحرين	45	بورصة تونس	40	بورصة البحرين	42	بورصة البحرين	41	بورصة البحرين	41	بورصة البحرين
44	بورصة تونس	44	بورصة البحرين	25	بورصة الدوحة	14	بورصة بيروت	13	بورصة بيروت	13	بورصة بيروت
35	بورصة أبو ظبي	30	بورصة أبو ظبي	24	بورصة أبو ظبي	0	بورصة أبو ظبي	0	بورصة أبو ظبي	0	بورصة أبو ظبي
30	بورصة الدوحة	28	بورصة الدوحة	13	بورصة بيروت	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الجزائر
18	بورصة دبي	14	بورصة بيروت	12	بورصة دبي	0	بورصة دبي	0	بورصة دبي	0	بورصة دبي
16	بورصة بيروت	13	بورصة دبي	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الخرطوم
3	بورصة الجزائر	3	بورصة الجزائر	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الدوحة	0	بورصة الدوحة	0	بورصة الدوحة
1 597	المجموع	1 723	المجموع	1 826	المجموع	1 687	المجموع	1 678	المجموع	1 634	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي.

جدول رقم (03): قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة 1999-2004 بالمليون دولار

2004	البورصة	2003	البورصة	2002	البورصة	2001	البورصة	2000	البورصة	1999	البورصة
472 990,78	بورصة السعودية	159 055,55	بورصة السعودية	30 974,47	بورصة السعودية	22 223,44	بورصة السعودية	17 313,45	بورصة السعودية	15 086,79	بورصة السعودية
51 817,80	بورصة الكويت	54 728,88	بورصة الكويت	22 123,49	بورصة الكويت	11 711,16	بورصة الكويت	11 798,64	بورصة مصر	9 725,66	بورصة مصر
13 735,05	بورصة دبي	4 349,12	بورصة مصر	6 443,71	بورصة مصر	5 912,89	بورصة مصر	4 208,45	بورصة الكويت	6 001,01	بورصة الكويت
6 835,04	بورصة مصر	3 220,16	بورصة الدوحة	1 440,46	بورصة الدار البيضاء	934,38	بورصة عمان	1 210,90	بورصة الدار البيضاء	2 524,77	بورصة الدار البيضاء
6 343,59	بورصة الدوحة	2 607,14	بورصة عمان	1 334,67	بورصة عمان	840,75	بورصة الدار البيضاء	686,78	بورصة تونس	714,34	بورصة المسقط
5 327,17	بورصة المسقط	2 443,46	بورصة الدار البيضاء	883,07	بورصة الدوحة	419,85	بورصة المسقط	551,41	بورصة المسقط	549,34	بورصة عمان
4 449,14	بورصة أبو ظبي	1 334,30	بورصة المسقط	687,8	بورصة دبي	342,05	بورصة تونس	405,91	بورصة عمان	457,29	بورصة تونس
3 757,02	بورصة الدار البيضاء	1 026,81	بورصة دبي	581,67	بورصة المسقط	250,38	بورصة البحرين	245,44	بورصة البحرين	444,46	بورصة البحرين
1 985,19	بورصة عمان	1 003,87	بورصة أبو ظبي	363,08	بورصة أبو ظبي	52,97	بورصة بيروت	117,96	بورصة بيروت	90,54	بورصة بيروت
463,05	بورصة البحرين	261,14	بورصة البحرين	246,47	بورصة تونس	0	بورصة أبو ظبي	0	بورصة أبو ظبي	0	بورصة أبو ظبي
256,65	بورصة تونس	188,52	بورصة تونس	206,28	بورصة البحرين	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الجزائر
197,67	بورصة بيروت	130,99	بورصة بيروت	114,93	بورصة بيروت	0	بورصة دبي	0	بورصة دبي	0	بورصة دبي
130,25	بورصة الخرطوم	67,2	بورصة الخرطوم	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الخرطوم
0,12	بورصة الجزائر	0,23	بورصة الجزائر	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الدوحة	0	بورصة الدوحة	0	بورصة الدوحة
568 288,52	المجموع	232 420,38	المجموع	65 400,09	المجموع	42 687,85	المجموع	36 538,94	المجموع	35 594,20	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي.

جدول رقم (04): عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة 1999-2004 بمليون سهم

2004	البورصة	2003	البورصة	2002	البورصة	2001	البورصة	2000	البورصة	1999	البورصة
33 540,33	بورصة الكويت	49 565,14	بورصة الكويت	42 163,28	بورصة الكويت	20 825,32	بورصة الكويت	6 758,29	بورصة الكويت	9 495,86	بورصة الكويت
10 298,30	بورصة السعودية	5 565,86	بورصة السعودية	1 735,84	بورصة السعودية	1 184,01	بورصة مصر	952,66	بورصة مصر	846,09	بورصة مصر
5122,12	بورصة دبي	4 366,55	بورصة الخرطوم	832,86	بورصة مصر	689,59	بورصة السعودية	552,07	بورصة السعودية	534,25	بورصة البحرين
2 434,50	بورصة مصر	1 368,13	بورصة مصر	455,72	بورصة عمان	335,11	بورصة عمان	422,07	بورصة البحرين	527,51	بورصة السعودية
2 147,34	بورصة الخرطوم	1 000,24	بورصة عمان	352,91	بورصة البحرين	313,1	بورصة البحرين	178,32	بورصة عمان	263,61	بورصة عمان
1321,72	بورصة المسقط	405,23	بورصة البحرين	191,11	بورصة المسقط	123,56	بورصة المسقط	144,34	بورصة المسقط	138,43	بورصة المسقط
947,16	بورصة أبو ظبي	326,24	بورصة دبي	147,95	بورصة دبي	21,28	بورصة تونس	28,89	بورصة تونس	27,48	بورصة تونس
349,91	بورصة عمان	294,39	بورصة المسقط	79,61	بورصة الدوحة	15,83	بورصة الدار البيضاء	19,97	بورصة بيروت	16,83	بورصة بيروت
336,52	بورصة البحرين	235,2	بورصة أبو ظبي	61,28	بورصة أبو ظبي	14,73	بورصة بيروت	16,45	بورصة الدار البيضاء	15,47	بورصة الدار البيضاء
305,39	بورصة الدوحة	189,97	بورصة الدوحة	26,18	بورصة بيروت	0	بورصة أبو ظبي	0	بورصة أبو ظبي	0	بورصة أبو ظبي
179,67	بورصة الدار البيضاء	35,24	بورصة الدار البيضاء	22,44	بورصة الدار البيضاء	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الجزائر
24,54	بورصة بيروت	23,48	بورصة بيروت	17,12	بورصة تونس	0	بورصة دبي	0	بورصة دبي	0	بورصة دبي
21,18	بورصة تونس	12,92	بورصة تونس	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الخرطوم
0,02	بورصة الجزائر	0,04	بورصة الجزائر	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الدوحة	0	بورصة الدوحة	0	بورصة الدوحة
57 028,70	المجموع	63 388,64	المجموع	46 086,29	المجموع	23 522,53	المجموع	9 073,06	المجموع	11 865,53	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي.

جدول رقم (05): مؤشر صندوق النقد العربي لأسواق الأوراق العربية خلال الفترة 1999-2003

2003	البورصة	2002	البورصة	2001	البورصة	2000	البورصة	1999	البورصة
258,93	بورصة الكويت	157,92	بورصة الكويت	133,94	بورصة الكويت	155,75	بورصة الدار البيضاء	207,04	بورصة الدار البيضاء
206,36	بورصة الدوحة	135,29	بورصة الدوحة	129,68	بورصة السعودية	128,44	بورصة السعودية	122,39	بورصة البحرين
201,98	بورصة السعودية	132,96	بورصة السعودية	128,58	بورصة الدار البيضاء	108,5	بورصة البحرين	119,48	بورصة السعودية
197,56	بورصة الدار البيضاء	128,34	بورصة الدار البيضاء	117,93	بورصة عمان	101,97	بورصة الكويت	116,84	بورصة عمان
181,03	بورصة عمان	120,92	بورصة دبي	100	بورصة أبو ظبي	94,35	بورصة عمان	111,66	بورصة المسقط
156,12	بورصة دبي	111,95	بورصة عمان	100	بورصة دبي	88,76	بورصة المسقط	99,67	بورصة مصر
136,53	بورصة أبو ظبي	111,27	بورصة البحرين	100	بورصة الدوحة	54,07	بورصة مصر	95,48	بورصة الكويت
134,63	بورصة البحرين	107,2	بورصة أبو ظبي	97,34	بورصة البحرين	49,14	بورصة بيروت	61,24	بورصة بيروت
114,8	بورصة المسقط	84,15	بورصة المسقط	64,22	بورصة المسقط	38,45	بورصة تونس	39,28	بورصة تونس
100,36	بورصة الجزائر	36,37	بورصة بيروت	35,78	بورصة مصر	0	بورصة أبو ظبي	0	بورصة أبو ظبي
97,7	بورصة الخرطوم	36,02	بورصة مصر	34,46	بورصة بيروت	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الجزائر
43,42	بورصة مصر	26,57	بورصة تونس	28,32	بورصة تونس	0	بورصة دبي	0	بورصة دبي
36,57	بورصة بيروت	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الجزائر	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الخرطوم
30,26	بورصة تونس	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الخرطوم	0	بورصة الدوحة	0	بورصة الدوحة
141,87	المجموع	100,71	المجموع	100,11	المجموع	102,21	المجموع	114,31	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي.