

الأسواق المالية في الدول العربية - الواقع والآفاق -

د. رشام كهينة *

الملخص:

الهدف من الدراسة هو تسليط الضوء على أدبيات أسواق رأس المال في الدول العربية وواقعها والمعوقات التي تواجهها، والبحث عن كيفية الحد من هذه العراقيل والقضاء عليها، وقد توصلت الدراسة إلى أن للأسواق المالية اثر فاعل في النشاط المالي والمصرفي وفي مجمل الاقتصاد الوطني للبلدان في العالم، كما أن أسواق المال العربية تعاني من واقع مرير ومشاكل متعددة مثل غياب الاستقلال الإداري والمالي لبعض أسواق المال العربية وغياب مؤسسات الإيداع المركزي ومؤسسات التسوية المالية وعدم وضوح الأدوات المالية وصغر نطاق الأسواق ومن تحديات العولمة وغير ذلك. الكلمات المفتاحية: السوق المالية، كفاءة أسواق رأس المال، الدول العربية.

Abstract:

The objective of the study is to highlight the literature of the capital markets in the Arab countries and their reality and the obstacles faced by them and to find out how to reduce and eliminate these obstacles. The study concluded that the financial markets have an effective effect in financial and banking activity and in the overall national economy of countries in the world, That Arab financial markets suffer from a bitter reality and multiple problems such as the absence of administrative and financial independence of some Arab financial markets and the absence of central depository institutions and financial settlement institutions and the lack of clarity of financial instruments and small markets and the challenges of globalization And so on.

Keywords: Capital Market, Capital Market Efficiency, Information Asymmetry, Arab Countries.

* أستاذة محاضرة قسم - أ - جامعة أكلي محمد أولحاج - البويرة.

مقدمة:

يحتل النظام الرأسمالي مكانة عالمية بعد انهيار النظام الاشتراكي، مما أدى إلى موجة كبيرة من التحرر الاقتصادي وما واكبها من تطورات تمثلت في الانحوصصة التي سادت البلدان النامية منذ الثمانينات، مما نجم عنه التقليل من الاعتماد على القطاع العام والتخطيط المركزي في كافة المجالات الاقتصادية فقبل سيادة النظام الرأسمالي، كانت المجالات التمويلية تعتمد بصفة أساسية على الميزانية الحكومية وعلى الفوائد التي تحققها شركات القطاع العام بوصف القطاع المسيطر في النظام الاشتراكي، مما لا يترك مجال للدور الذي يمكن أن تلعبه الأسواق المالية في التنمية.

نشأة الأسواق المالية ارتبطت بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها وعرفت هذه الأسواق المالية تطورا كبيرا خلال فترة السبعينات والثمانينات وكانت للتغيرات الهيكلية المرتبطة بالفلسفة الإصلاحية لبعض الدول الصناعية المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا الفضل في تطوير الاقتصاديات المحلية فيها مما نجم عنه إدماجها في الأسواق الدولية الأخرى وخاصة في الدول النامية.

مشكلة الدراسة:

رغم أن الأسواق المالية العربية كانت على درجات متفاوتة من حيث النشاط والأهمية في الاقتصاد الوطني إلا أنها تشابه في خصائصها الأساسية وفي المشاكل والعوائق التي واجهتها، واعترضت نموها وحدثت من كفاءة أدائها، وهذا ما جعلها تتخذ مجموعة من الإجراءات لتطوير بورصاتها وتعزيز التفاعل بينها واقترح الضوابط التي يمكن وضعها على تعاملات الأجانب من أجل أن يتوافق دورها مع مصالح الاقتصاديات العربية ومحافظتها على مكانتها لمواجهة التغيرات الحاصلة في المجتمع وتحويل الأحداث السلبية منها إلى الإيجابية، وفي ظل ما يسمى بالعمولة يمكن للأسواق المالية العربية التكامل وجذب الاستثمار الأجنبي الذي يعد العامل الرئيسي لتوسيع مساحة هذه الأسواق وبالتالي الإسراع في خطوات إنشاء السوق المالية العربية المشتركة التي تعد الأمل المستقبلي للدول العربية، وقد لوحظ في السنوات الأخيرة مدى تزايد اهتمام الدول العربية بتنمية أسواقها المالية، بفعل إدراكها الدور الذي يمكن أن تلعبه في تنميتها الاقتصادية، إلا أن أسواقها مازالت تعاني العديد من العراقيل والتحديات، وعليه ارتأينا طرح الإشكالية التالية:

ما هو واقع وآفاق الأسواق المالية في الدول العربية؟

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة من أهمية الموضوع الذي يتناوله بحيث تعتبر الأسواق

المالية الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي، وعلى البلدان العربية أن تحصل على تطور وتنمية الأسواق المالية، إذا أرادت أن تسير الركب الحضاري أو أن تلحق بالدول المتقدمة.

أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق ما يلي:

- تحديد الأطر النظرية والمفاهيمية للأسواق المالية مع التعرف على واقعها على المستوى العربي؛
- تشخيص واقع وأفاق الأسواق المالية في الدول العربية؛
- معرفة مدى قدرة الأسواق المالية العربية على التغلب على ضعفها الناتج عن حداثة نشأتها، وعلى مدى قدرتها على مواجهة التغيرات الحديثة من أجل تحقيق آفاقها المستقبلية؛
- تقديم التوصيات بغرض تفعيل الأسواق المالية العربية والتصدي لمختلف العراقيل التي تواجهها؛

أولاً: أساسيات حول الأسواق المالية

1. مفهوم الأسواق المالية: يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق وهذا يعني أن السوق لا تنحصر في مكان جغرافي محدد بل يكفي نشاطه تواجد وسائل فعالة للاتصال بالبائع والمشتري .

والسوق المالي بالرغم من أنه حديث العهد بمقارنة بسوق المادية إلا ان مفهومه لا يختلف عن مفهوم الاسواق الاخرى سواء من حيث تنظيمها. وأن أسواق مالية هي الوسيلة الوحيدة لضمان الاستخدام الافضل لموارد المجتمـع مع فهي تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمـع مع الى استثمارات فعالة وهي بذلك تساهم في خلق رأس المال والذي يعتبر أهم عامل¹.

ويعرف أيضا هامة لتوفير وتقديم الانشطة المختلفة وذلك من خلال الدور هو أداة الاساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الاساسية في شقين الاول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات أو المواد لتلبية احتياجات الانشطة المختلفة².

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن ان نستخلص او نستنتج ان سوق المالية هو الحل المناسب لوجودها لأنه يجمع بين الطرفين فتوفر للطرف الاول المكان الملائم

¹ عمرو محي الدين، المال والصناعة، مجلة العدد الثامن عشر، بنك الكويت الصناعي، 2000، ص12.

² عبد الغفار حنفي، درسية قريصاص، السوق والأسواق المالية، جامعة الإسكندرية، مصر، ص213.

لا استثمار أو ا لذي لا كما توفر للطرف الثاني رؤوس الأموال اللازمة لذلك وذلك من خلال أصول ، يتطلب أي خبرة المالية المتداولة في هذه الأسواق.

2. أهمية الأسواق المالية في النشاط الإقتصادي: تستمد الاسواق المالية تأثيرها من الدور المتعدد الواجه الذي تؤديه، فهي اداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته ، وفي الوقت عينه نثاثر به ، مما يحدث بالتالي اثارا جديدة ، كما تؤدي اسواق الاوراق المالية دورا بالغ الاهمية في جذب فائض رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني وتحوله من مال عاطل (خامل) الى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية ، وذلك من خلال عملية الاستثمار التي يقوم بها الافراد او الشركات في الاسهم والسندات والصكوك التي تطرح في اسواق الاوراق المالية . فضلا عن ذلك تعمل اسواق الاوراق المالية على تهيئة الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الاسهم والسندات او اعادة بيع كل من هذه الاسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد اهمية ادارة الموارد النقدية للمشروعات، كما يمكن إبراز أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد فيما يلي¹:

- تحقيق الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للاوراق المالية المتداولة في سوق الاوراق المالية؛
- القدرة على توفير واعداد تدوير كم مناسب من الاموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ، ودعم الاستثمارات ذات الاجال المختلفة؛
- تفعيل اهمية التعامل بالاوراق المالية لدى المجتمع وتحويلهم الى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي؛
- رفع مستويات الانتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية ورفع مستويات التشغيل او التوظيف ومن ثم تحقيق مستويات افضل للدخول الفردية او على المستوى القومي؛

ثانياً: واقع الأسواق المالية في الدول العربية

عرفت الدول العربية في السنوات الأخيرة تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكلي لأسواق الأوراق المالية، والتي انعكست بشكل إيجابي في نمو ر سملة هذه الأسواق وحجم التداول فيها، إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب وتظهر الثغرات متباينة بين الأسواق العربية في شكل معوقات تحول دون كفاءتها، لذا كان من الضروري البحث على سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، وفي محاولة منا لتقديم البدائل

¹المعهد العربي للتخطيط (الكويت)، مقدمة عن اسواق الاوراق المالية، لحة تاريخية ، ص76.

الممكنة لتحقيق الكفاءة المالية.

1. الإطار التشريعي والتنظيمي لنماذج من أسواق الأوراق المالية العربية : نتناول فيما يلي الإطار التشريعي والتنظيمي لنماذج من أسواق الأوراق المالية العربية بغية تقييم القطاع المالي وبرامج الإصلاح المعتمدة في مختلف الدول العربية، ونقسمها بين أسواق مالية متطورة ذات فائض مالي، وأسواق في إطار الإصلاح ذات عجز مالي

1.1. نماذج من بورصات دول الفائض المالي : نذكر نوعين منهما على سبيل المثال لا الحصر:

- السوق السعودي للأوراق المالية : يعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965 المصدر المنظم لإصدار الأوراق المالية، وفي سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوية والتي كان بموجبها يتم تداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية، ولقد شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً مر بثلاث مراحل أساسية تمثلت كما يلي:

المرحلة الأولى 1954 (أوائل الثمانينات-1954): حيث بلغ عدد الشركات المساهمة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 7,1 مليون ريال وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية؛

المرحلة الثانية (أوائل الثمانينات- 2003): تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدر مرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابية على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشوراً يوضح أسلوب تداول الأسهم، وفي عام 1990 بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول وتم استحداثه عام 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول"؛

المرحلة الثالثة (2003-2005): تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين والوسطاء، ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية ومتابعة أوامر التنفيذ وكل ما يتعلق بعمليات البورصة وتتمثل متطلبات الإدراج في السوق السعودي للأوراق المالية في الشروط التالية :

- أن تكون شركة مساهمة عامة تتداول أسهمها وفقاً لنظام الشركات السعودي؛
- لا يجوز تداول الأسهم المكتتب فيها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين ؛

- تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقا بقائمة عن أعضاء مجلس الإدارة ونموذج شهادة ملكية اسمها.

- سوق الكويت للأوراق المالية: تم افتتاح أول بورصة كويتية في أوت 1972، أين تم تجميع ما يتم تداوله يوميا وإصداره في الذشرة اليومية تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وحجم الصفقات، وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية أين تم الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بـ"سوق الكويت للأوراق المالية" سنة 1977 بموجب المرسوم الصادر في 18/04/1983.

يتولى وزير المالية وضع القواعد اللازمة في ما يتعلق بالأحكام الداخلية للسوق التي تنظم قيد وقبول الأوراق على أن تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور، وتشتمل عضوية السوق على:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام؛
 - شركات المساهمة الكويتية المقفلة بقبول لجنة السوق عضويتها؛
 - وسطاء الأوراق المالية المحدد أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم
- أما فيما يخص شروط ومتطلبات إدراج الأوراق المالية للشركات الكويتية فيجب أن تكون: شركة مساهمة قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مفصلتين، كما أنها حققت أرباحا لسنتين متتاليتين توضح في التقارير المالية السنوية والحسابات الختامية، وتلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.

2.1. نماذج من بورصات دول العجز المالي: نذكر نوعين منهما على سبيل المثال - لا الحصر:

- بورصة عمان: مع ازدياد عدد شركات المساهمة العامة ليصل عددها إلى 66 شركة سنة 1978 دعت الضرورة إلى إنشاء سوق منظم للتداول، وتبع ذلك جهود ودراسات عدة أثمر عنها تأسيس سوق عمان المالي سنة 1976، وتم الإعلان عن افتتاح "بورصة عمان" رسميا بتاريخ 01/04/1978 و صدر قانون عمان المالي سنة 1990 ثم تبعته نصوص ومواد تحكم عمل السوق. وتشتمل عضوية البورصة على مجموعة من الوسطاء الماليين، والهيئة العامة المكونة من أعضاء منتسبين للبورصة بعد تسديد رسوم الاشتراك السنوية فيها، ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي يحدد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها، ويشترط الإدراج في بورصة عمان أن:

¹قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالمهنة المصرفية"، تاريخ الإطلاع 2017/10/10، على الموقع الإلكتروني:

www.lows.org

• تقدم الشركة طلب الإدراج مرفقا بـ نسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين، وأعضاء مجلس الإدارة قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج؛

• تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر؛
• يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهم في السوق الموازية؛
• لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية عن 75% من رأس المال المدفوع؛

• تنشر الشركة القوائم المالية الختامية في صحيفتين يوميتين مرة واحدة على الأقل - البورصة المصرية : مر سوق تداول الأوراق المالية بمصر بأربعة مراحل أساسية هي:

المرحلة الأولى: تأسست بورصة الإسكندرية سنة 1883 ، ثم بورصة القاهرة سنة 1898 وصدرت أول لائحة للبورصة خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر وتم تطبيقها في سبتمبر 1910 وبدأت البورصة بمزاولة نشاطها سنة 1929 ، ثم تلى ذلك صدور لوائح جديدة تبعتها تعديلات قصد تنظيم حسن سير عمل البورصات المصرية؛

المرحلة الثانية: عرفت هذه المرحلة تدخل الدولة في توزيع الأرباح على المساهمين، وتخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة، مع إشراكهم في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة مما أثر سلبا على سوق التداول، وأدت إجراءات التأميم سنة 1960 إلى انخفاض حجم التعامل من 626 مليون جنيه سنة 1962 إلى 2.5 مليون جنيه سنة 1972 ؛

المرحلة الثالثة: صدر خلال الفترة (1973-1983): مجموعة من القوانين تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر مثل القانون الخاص بالضرائب، تعديلات اللائحة العامة للبورصات، شركات المساهمة... الخ، وخلال الفترة الممتدة من (1983-1991) شهدت بداية انطلاق سوق التداول المصرية، وصدر تعديل اللائحة العامة للبورصات سنة 1986؛

المرحلة الرابعة: في هذه المرحلة صدر القانون الخاص بسوق رأس المال سنة 1992 الذي سمح بتنشيط وتنمية السوق واستحدث أنشطة جديدة تتعلق بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس شركات المقاصة والتسوية في المعاملات المالية، وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها، وفي سنة 1997 صدر قرار بتدعيم سوق التداول، أين تم الربط بين بورصتا الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من خلال شبكة معلومات إلكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة

بكل ما يدور في البورصتين .

وتشتمل عضوية البورصة المصرية على لجنة البورصة المكونة من الأعضاء المعاملين، والسماصرة، والجمعيات العامة المنظمة للعمليات.

ثالثا: المعوقات التي تواجه الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها

1.1 معوقات الأسواق المالية العربية: ومن أهم المعوقات التي كانت تعرقل نمو الأسواق المالية العربية هناك عاملين أساسيين هما¹:

1.1.1 سيطرة القطاع العام: إذا كان له أثر كبي في النشاط الإقتصادي، والذي بدوره يؤدي إلى السيطرة الحكومية على الموارد مما يؤثر سلبا على عدة جوانب من الإقتصاد الوطني مثل الإدخارات الوطنية، والطلب المحلي على الخدمات الحكومية لكونها مدعومة .

2.1 هيمنة القطاع المصرفي: تدم الهياكل المصرفية في الأقطار العربية بظاهرة الهيمنة لدور القطاع المصرفي التجاري الذي يتركز نشاطه أساسا في نطاق التمويل قصير الأجل لكن خلال السنوات الأخيرة أخذت ظاهرة إصدار الأوراق المالية تكتسب أهمية خاصة وذلك بسبب الضغوط الإقتصادية يستوجه نظام الإقتصاد الحر من دعم للخصوصية لمواجهة تدني مستوى الإدخار المحلي، وانخفاض حجم التمويل المتاح من المصادر الخارجية ولأخذ نظرة واضحة على واقع البورصات العربية قبل الإصلاح من حيث مستويات التطور ومدى أولويتها في البرامج الإقتصادية العربية والتي تعزي أسباب ذلك إلى حد ذاته نشأة معظم هذه الأسواق وتضافر جملة من العوامل التي حالت دون قيام البورصات بمهامها المأمولة محليا وإقليميا، الذي شكل سمات مشتركة لهذه البورصات تتمثل في كونها أسواق صغيرة الحجم، تعاني من ارتفاع درجة تركر التداول وضعف الفرص المتاحة للتنويع، وضعف سيولة الأسواق، والتقلبات الشديدة في الأسعار.

وذلك يدفعنا للقول بأنه لا توجد أسواق مالية إقليمية عربية قادرة على تحقيق التوسط الفعال بين أصحاب الأموال وأصحاب التمويل ويرجع ذلك إلى عدة عوامل من أهمها عدم التوافق بين شروط عرض الأموال العربية وخواص الطلب عليها: إن طلب المنطقة للأموال لأغراض الاستثمار والتنمية تسم بأنه طلب "إحتمالي" في كثير من الأحيان وليس طلبا فعليا على النحو الذي يمكن من استيعاب العرض المتوفر فوراً وبطريقة آمنة وبالرغم من احتياج المنطقة العربية للمليارات الدولارات لتكتمل بنيتها الأساسية وهيكلها الإنتاجية، إلا أن المشروعات الجاهزة للتمويل والاستثمار قليلة .

¹ نوزاد الهيتي، مقدمة في الاسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية طرابلس - الجماهيرية العظمى، 1998، ص 129 .

ويضاف إلى ذلك أن طلب المنطقة العربية للأموال طلب لرؤوس الأموال طويلة الأجل¹، إذ أن معظم المشاريع تحتاج إلى وقت طويل حتى ترد الأرباح التي يمن خلالها يتم تسديد الاموال المقترضة لتمويلها هذا في حين أن العرض الفعلي والمباشر دائماً وذو ضخامة غير عادية بالنسبة للأقطار غير النفطية مما يجعلها بحاجة على إيجاد المقابل الفوري والآمن من الطلب حتى يمكن سداد مدفوعات الشركات النفطية فيترتب على تأخير سدادها فوائد تفوق عوائد هذه المشروعات، بالإضافة أن أصحاب تلك الأموال يفضلون بقاءها في شكل أموال سائلة أو شبه سائلة ليسهل التصرف فيها بأخف القيود والشروط.

قصور التشريعات المحلية: التي غالباً ما حدد من القدرة على تبادل وتسجيل وتداول الأوراق المالية بين الأسواق المالية العربية²، ولو تبعنا معوقات نمو الأسواق المالية من زاوية أوجه القصور التشريعية والتنظيمية فمثلاً:

- **أسواق السندات:** تفتقد إلى نصوص تشريعية تنظم إطار إصدار السندات في معظم الأسواق العربية ففي السوقين التونسية والمغربية لا توجد إلى وقت قريب فضلاً عن كيفية تداول وأسترداد قيمة هذه السندات، كما كانت السوق الكويتية تفتقر إلى بنية الأساس والإطار السريعي المتكامل، وكذلك بالنسبة لمصر حتى صدور القانون رقم 95 سنة 1992 م.

- **أسواق الأسهم:** كان هناك قصور في الأطر التشريعية الخاصة بإصدار الأهم يتمثل خاصة بعدم وجود نص تشريعي يتعلق بالحد الأدنى لرأس مال الشركات المساهمة، وهذا الطرح لا يفرق بين الشركات التي تقوم بالطرح العام لأسهمها والشركات العائلية المغلقة.. لذلك فعظم الأسواق المالية العربية تفتقر إلى النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات وسير أعمالها، وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على غياب هذه النصوص المنظورة ضعف الرقابة على الشركات المساهمة وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، هذا من شأنه زيادة احتمالات³ بعرض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم فضلاً عن فقدان السوق وإحجام المدخرين عن ولوجه.

ويمتد هذا القصور التشريعي في القوانين إلى كافة الجوانب المرتبطة بحقوق

¹ طارق محمود عبد السلام محمد، صناديق التمويل العربية (الآداء والطموحات)، كلفة الحقوق جامعة حلوان، 2000، ص ص 127، 128.

² سليمان الغدري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، مصر، 1999، ص 129.

³ المرجع السابق، ص 130.

وواجبات المستثمر فيما يخص المساهمات في رأس المال وتضارب المصالح بين المتعاملين وعمليات الحاسبة والتدقيق في نشاط الشركات وإفصاح المعلومات عنها... إلخ، أما بخصوص القوانين الخاصة بأسواق المال العربية فغيابها أو عدم تكاملها حال دون تطورها في عدد من الأقطار العربية، وأدى بعضها إلى نشأة التداول في قطاع الأسهم بصورة عشوائية مضرّة للمستثمر الصغير مما أدى إلى إيجاد إجراءات تصحيحية مكلفة ماديا ومن عدة أوجه أخرى .

- عدم وجود مؤسسة عربية للتقاص : وهذا من أهم العوائق التي ترهن التواصل والتكامل بين الأسواق المالية العربية فأنظمة التقاص والتسوية تساهم في تيسير عقد الصفقات المبرمة بين المتعاملين في الأسواق المالية العربية، والتي تؤدي بدورها إنخفاض مستويات الربط بين هذه الأسواق والحد من آلية الربط والتي تقلل من فاعليتها وتصبح من إنتقال رؤس الاموال بينها، مما يؤدي بها فقدان توازنها المالي ويدفع إلى إتجاه هذه الأرصدة إلى الإستثمار في الخارج، وإستفادة الدول الأجنبية للفائد المترتبة من هذه الإستثمارات في تنمية بنيتها التحتية وتدعيم إقتصاداتها على حساب المنطقة العربية وإقتصادياتها المهترئة والت يتعاني من التبعية لمعظم الميادين ومن الميادين ما يلي :

• **الطلب على الأدوات الإستثمارية :** نلاحظ أن ضآلة حجم الدخل النقدي الذي يعتمد على حجم الإنتاج الإجمالي ونمط توزيعه ومستوى الوعي المالي وتوظيفي لدى المدخرين والمفاهيم الإجتماعية السائدة إزاء الإستثمار في الأوراق المالية بالإضافة إلى أهمية الإقتصاديات الغير نقدية، كل هذه العوامل تحد من قيام أسواق مالية في البلدان النامية عموما والدول العربية من بينها، ويلعب عدد من العوامل في التأثير على تفضيلات الأفراد بين الموجودات المالية والغير المالية مثل درجة الأمان والعائد¹، والظروف الإجتماعية والطرق التقليدية للإدخار وسير تعاملات، وقد إنعكست هذه الظروف على الطلب على الموجودات المالية ويمكن إيجاز العوامل التي أثرت في تدني الطلب على الأوراق المالية في البورصات العربية فيما يلي : كإنخفاض معدل الدخل الفردي والإدخار وعدم ثباته وإستقرار أوضاع الفئات التي تحققه، منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها، تفضل السيولة في الإستثمار قصير الأجل، و بروز ظاهرة البنوك الإسلامية التي لا نعامل بسعر الفائدة بمعناها التقليدي في عدد من الدول العربية .

• **ندرة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية :** وخاصة شركات الإستثمار التي تضطلع بمهام ترويج الإصدارات الجديدة وتسويقها، أمام القصور في

¹ نوازد الهيبي، مرجع سبق ذكره، ص 128.

الأسواق المالية العربية اتجهت الأرصدة للإستثمارات في الخارج وأتجأ أصحاب الطلب إلى الإقتراض من مصادر أخرى ، وهو ما أفقد المنطقة التوازن المالي وأوضاع ما كان يمكن الوصول إليه من نتائج إيجابية وبذلك يلتقي رأس المال العربي بالطلب عليه بطريقة غير مباشرة ، ومن خلال أسواق المال العربي بالطلب عليه بطريقة غير مباشرة ، ومن خلال أسواق المال العربية ، تقوم الجهات المصرفية والمالية الغربية بتأمين وظيفة التوسط المالي بين الجهات العربية صاحبة العلاقة طلبا وعرضا .

أما اللقاء المباشر بين عرض وطلب الاموال العربية فيتم على نطاق ضيق وفي معظم الأحيان خارج آليات السوق ضمن إطار حكومي محدد إما لمنح أو مساعدات وإعطاء قروض ثنائية¹

كما أن هناك أسباب أخرى نوردتها في مجموعة من النقاط على النحو التالي :

- إقتصار التعامل في بعض البورصات على مواطن الدولة فقط؛
- وجود قيود قانونية لا يسمح بالدخول أو إخراج رؤوس الأموال الغير الوطنية في معظم البورصات؛
- نقص البيانات والمعلومات المتاحة للمتعاملين والمستثمرين في البورصات الأعضاء العربية؛
- عدم وجود المؤسسات المالية المكتملة لدور البورصة ، مثل شركات التقاص والشركات الإستثمارية بمعظم البورصات؛
- إختلاف القوانين والأنظمة المستخدمة في البورصات الأعضاء ؛
- عدم تنوع الاوراق المالية بما يتناسب وإحتياجات المتعاملين فيها ؛
- ضيق السوق الثانوي لتداول الأوراق مما يحد من سيولتها؛
- ينظر إلى البورصات ك مجال للربح السريع بدلا أن يساعد على الديمقراطية الإقتصادية حيث تعتبر رئيس الصندوق النقد العربي؛

2. سبل تطوير الأسواق المالية العربية: يتبوأ التكامل بين الأسواق المالية مكانة هامة في مشروعات التكامل الاقتصادي بين الدول ، ويعد عنصرا أساسيا للتعجيل بقيام هذا التكامل وتحقيق أهدافه ، وإدراكا لهذه الحقيقة بادرت مؤسسات العمل الاقتصادي العربي المشترك المتمثلة في المجلس الاقتصادي ومجلس محافظي البنوك المركزية العربية إلى تبني إنشاء السوق المالية العربية منذ منتصف السبعينات من القرن

¹ طارق محمود عبد السلام محمد، صناديق التمويل العربية الاداء والطموحات ، كلية الحقوق ، جامعة حلوان ، مصر، 2000، ص 129 ، 130.

لمصرم ، هيأت شروط ومستلزمات قيام هذه السوق من هياكل ومؤسّسات وتشريعات قومية وظروف تحسّين مناخ الاستثمار في الدول العربية.

ولقد كان تأسيس صندوق النقد العربي في عام 1976 ، وذلك بتوصية قدمها الصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي إلى مجلس المحافظين ، توصي بتوسع الأسواق المالية العربية واستعمال الدينار العربي في المعاملات الدولية.

وتم وضع الصيغة النهائية لاتفاقية صندوق النقد العربي في اجتماع الرباط في المغرب في نيسان 1976 وبدأ العمل بالاتفاقية في شباط من عام 1977 ، يقع مقره في مدينة أبوظبي "دولة الإمارات العربية المتحدة" وكانت من بين الأهداف المنوط بها تطوير الأسواق المالية العربية ، التي عانت وتعاين في بعض الدول العربية من قلة الموارد المالية الكافية لتمويل المشاريع التنموية ، بينما اضطر البعض الأخر إلى توجيه جانب كبير من الفوائض المالية إلى الاستثمار في أسواق المال الأجنبية والعالمية وبخاصة أسواق أوروبا وأمريكا ، والسبب الرئيسي في توجه الفوائض المالية إلى الأسواق العالمية هو قصور الأسواق المالية العربية عن استيعاب الفوائض أو عدم توفر الحوافز والضمانات الضرورية لاجتلابها لذلك من الضروري تطوير الأسواق المالية العربية وانفتاح بعضها على البعض الأخر ، بما يفسح السبيل في المستقبل إلى قيام سوق مالية عربية (إقليمية) موجودة يجري فيها التعامل بالأدوات المالية العربية .

إن إنشاء السوق المالية العربية لا يتم بمجرد وجود الرغبة بذلك ، أو لمجرد إصدار قرار بل لا بد من توافر مجموعة من الشروط المهيأة لذلك منها :

- وجود شركات مساهمة ذات ربحية إنتاجية ؛
- توفر الحجم الكافي من المدخرات المعروضة للاستثمار ؛
- الترويج لهذه المشروعات بشكل كافي ؛
- توفير الفرص الاستثمارية وبلورتها على شكل مشروعات محددة ذات جدوى اقتصادية وربحية مجزية ؛
- التوسع بين المدخرين والمستثمرين لتحقيق التقاء العرض بالطلب في سوق المال العربية ؛
- ابتكار الأدوات الاستثمارية المتنوعة وتطويرها لتأمين فاعلية السوق وضمان استمراره وتوسعه .

وبذلك نلاحظ أن تحديد المعوقات التي تحول دون تطوير الأسواق المالية العربية وانفتاحها على بعضها ، واقتراح الخطوات العملية الواجب اتخاذها لتذليل هذه المعوقات هو السبيل الناجح لدعم الربط بين هذه الأسواق وزيادة افتتاحها على بعضها ، وهذا يتطلب إعادة النظر في الهياكل المؤسسية للأسواق المالية والإجراءات النقدية

والمصرفية والحاسبية السائدة في كافة الدول العربية .

ولقد وضع الصندوق العربي برنامجاً للإسهام في تطوير أسواق المال العربية والتنسيق فيما بينها، ويرى الصندوق انه من الضروري لتحقيق التنسيق بين أسواق المال العربية وإيجاد الصلة والروابط بينها لا بد من أن تستوفي كل سوق وطنية مقومات وجودها ولا بد من تحقيق قدر من التشابه فيما بينها في تنظيم العمل داخل هذه الأسواق المالية، وتتضمن إستراتيجية الصندوق في تطوير وتنظيم العمل في الأسواق المالية العربية العناصر التالية :

- تقديم الخبرات الفنية اللازمة لتطوير وتنمية الأسواق المالية المحلية في كل بلد عربي لديه سوق مال حالياً أو احتمالات لقيام مثل هذه السوق .

- تنشيط سوق إقليمية عربية للأوراق المالية مع تحسين المناخ الاستثماري في الدول الأعضاء؛

- يتم تدخل الصندوق لتطوير وتنمية الأسواق المالية العربية والتنسيق والربط فيما بينها من خلال المساعدة الفنية التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء ؛

- إعداد نظام قانوني نموذجي لسوق مالية عربية لتنظيم السوق وتحديد كيفية الرقابة عليها وتنظيم الجهات العاملة فيها مثل الوسطاء وشركات الأوراق المالية وضمان الاكتتاب، وكذلك أدوات التعامل في السوق مثل الأسهم والسندات وغيرها؛

- وفي سبيل تطوير الأسواق المالية العربية لجأ الصندوق إلى إطلاق قاعدة البيانات بداية من 1995 بالتعاون مع ستة من أسواق المال العربية وهي : الأردن والبحرين وتونس وسلطنة عمان والكويت والمغرب ، ثم انضمت كل من السعودية ولبنان ومصر ، وخلال الربع الأول من عام 2002 أنظمت إلى القاعدة أي الأسواق في كل من ابوظبي ودبي وقطر ، ومنذ ذلك الوقت استمر الصندوق إصدار النشرة الفصلية حول التطورات الاقتصادية ذات العلاقة بأنشطة هذه الأسواق.

نتائج وتوصيات:

نتائج الدراسة: تتمثل نتائج الدراسة فيما يلي:

- يعد موضوع الأسواق المالية من الموضوعات التي تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات رفاه افراده؛

- ظهور الأسواق المالية في الدول العربية كان بمثابة الحدث الهام والضخم نظراً لأهميتها ودورها الفعال في استغلال الموارد المالية ، ورغم ما عانته من

مشاكل وصعوبات حدث من تطورها وكفاءة أدائها لجأت إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات والسبل التي مكنتها من التطور وبالتالي محاولة تحقيق الاستمرار المالي والاقتصادي على النحو الذي يقوي بينها ويعزز مكانتها مع مواجهة التطورات الحديثة من عولة وخصوصية ومن تأثيرات الأوضاع السائدة في العالم كهجوم 11 سبتمبر وأثار حرب الخليج الثالثة ومحاولة تحويل التأثيرات منها إلى إيجابية ؛

- تعاني اسواق المال العربية من واقع مرير ومشاكل متعددة مثل غياب الاستقلال الاداري والمالي لبعض اسواق المال العربية وغياب مؤسسات الايداع المركزي ومؤسسات التسوية المالية وعدم وضوح الادوات المالية وصغر نطاق الاسواق ومن تحديات العولة التي تفرض سياستها المالية والاقتصادية بحجة انها الوصفة الشافية لاقتصادات هذه الاقطار، اذ تفرض اسعار صرف حسب توجهاتها المالية وتقدم القروض باسعار فائدة عالية وفرض تشريعات قانونية خاصة وغيرها من الاساليب وغير ذلك.

توصيات الدراسة: على إثر النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة يمكن تقديم جملة من التوصيات نذكر منها:

- ينبغي على المضاربين بالأوراق المالية والمحللين الماليين الأخذ بجملة مؤشرات لتحديد توجهاتهم حيال التعامل بالاوراق المالية منها المؤشرات الاقتصادية مثل الاعلان عن مناخ استثماري طموح او ميزانية مالية ضخمة والمؤشرات المالية والنقدية المتعلقة بمعرفة اتجاهات الأسعار كأسعار الفائدة وكذلك حجم التداول في البورصة وعدد الاسهم والسندات المتداولة في السوق المالية وغيرها؛

- توحيد اسعار صرف العملات العربية اتجاه العملات الاجنبية مثل الدولار الأمريكي واليورو وزيادة كفاءة النظم المالية والمحاسبية المحلية كي تستطيع تحقيق مامطلوب منها، وزيادة التعامل بالصكوك المالية لتسوية المعاملات بين الاقطار العربي؛

- تفعيل دور المنشآت الصناعية والاقتصادية القائمة او انشاء مشاريع اخرى تكسب ثقة المستثمرين والقائمين عليها كي يتم الاقبال على شراء المزيد من اسهمها المطروحة للبيع وثبيت قدمها في السوق المالية ؛

قائمة المراجع:

1. سليمان التندري ، السوق العربية المشتركة في عصر العولة ، مكتبة مدبولي، مصر، 1999.
2. طارق محمود عبد السلام محمد ، صناديق التمويل العربية (الآداء والطموحات) ، كلفة الحقوق جامعة حلوان ، 2000 .

3. عبد الغفار حنفي، درسية قريفاص، السوق والأسواق المالية، جامعة الإسكندرية، مصر.
4. عمرو محي الدين، المال والصناعة، مجلة العدد الثامن عشر، بنك الكويت الصناعي، 2000، ص 12.
5. المعهد العربي للتخطيط (الكويت)، مقدمة عن اسواق الاوراق المالية، لمحة تاريخية .
6. نوزاد الهيبي، مقدمة في الاسواق المالية، اكايدمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية طرابلس - الجماهيرية العظمى، 1998.
7. قاعة معلومات قانونية عربية متعلقة بالهنة المصرفية، تاريخ الإطلاع 2017/10/10، على الموقع الإلكتروني:

www.lows.org