

جامعة سعد دحلب بالبليدة
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة ماجستير

التخصص: نقود، مالية وبنوك

سمات الأسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها

من طرف

ناصر سناجقي

أمام اللجنة المشكلة من

رئيسا	أستاذة محاضرة، جامعة البليدة	فطيمة بن حمودة
مشرفا ومقررا	أستاذ التعليم العالي، المدرسة العليا للتجارة	محمد براق
عضوا مناقشا	أستاذ محاضر، جامعة البليدة	كمال رزيق
عضوا مناقشا	أستاذ مكلف بالدروس، جامعة البليدة	أحمد علاش

السنة الدراسية : 2008/2007

ملخص

تكتسي الأسواق المالية أهمية خاصة نظرا لما تضطلع به من وظائف وما تزاوله من نشاط، حيث يتم من خلالها تجميع رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة من أجل دفع عملية التنمية.

وللإلمام بموضوع "سمات الأسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها" تطلب دراسته في أربعة فصول، خصص الفصل الأول منه لإلقاء نظرة شاملة على الأسواق المالية، وذلك بإعطاء مفهوم السوق المالية وأهميتها التي تعبر عن سوق لتداول الأوراق المالية، كما تم التعرض لوظائفها، ومختلف أنواعها وأسواقها أين توجد السوق الأولية والسوق الثانوية بالإضافة إلى أسواق أخرى، ومع ذكر مختلف أدوات السوق المالية من أسهم وسندات وقيم مهجنة ومشتقات مالية.

ثم تلى ذلك فصل ثاني اهتم بدراسة آليات سير الأسواق المالية وشروط قيامها، أين تم التعرض إلى تنظيم السوق المالية، والمتدخلون فيها، وعمليات وأوامر السوق، ثم تطرقنا لشروط قيامها ومن خلالها تناولنا أركان ومقومات السوق المالية، ثم توقفنا عند بعض المفاهيم الهامة كالكفاءة، السيولة ومؤشرات تطور السوق.

أما الفصل الثالث كان موضوعه الأسواق المالية العربية ومن خلاله تم تناول الإطار التشريعي والتنظيمي للأسواق المالية العربية وذلك بالنسبة لدول الفاض والحرية الاقتصادية ودول العجز والحرية الاقتصادية، وكذا السوق المالية في الجزائر في إطار الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية. ثم تم التطرق بعد هذا إلى واقعها من خلال ذكر الخصائص التي تميزها وتطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة مابين 2001-2005. وأخيرا المعوقات التي تعترضها.

وفي الفصل الرابع والأخير، تطرقت الدراسة إلى سبل تطوير الأسواق المالية العربية والربط بينها، من خلال تناول أهمية، ومتطلبات، ومعوقات ربط الأسواق المالية العربية وتكاملها، ثم تجربة الربط، حيث تم توضيح إسهامات صندوق النقد العربي وأهم اتفاقيات الربط وأثرها. وانتهت هذه الدراسة بجملة من النتائج والاقتراحات التي من شأنها أن تساهم في تطوير الأسواق المالية العربية وترقيتها.

شكر

بعد الحمد والشكر لله تعالى

أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في انجاز هذا العمل، وأخص بالذكر الأستاذ المشرف الدكتور محمد براق على توجيهاته ونصائحه القيمة، وكذا موظفي مكتبة جامعة بومرداس.

كما أتوجه بالشكر لكل أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل.

قائمة الأشكال

الرقم	الصفحة
01	شكل التمويل المباشر
22	
02	شكل التمويل شبه المباشر
23	
03	شكل التمويل غير المباشر
24	
04	مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بينهما
43	
05	مكونات الأسواق المالية
46	
06	الأوراق المالية
63	
07	الأشكال المختلفة لكفاءة السوق
106	
08	التغير في مؤشر صندوق النقد العربي المركب والأسواق المالية العربية بين عامي 2000 و2001.
163	
09	التغير في مؤشر صندوق النقد العربي المركب والأسواق المالية العربية بين عامي 2001 و2002.
171	
10	التغير في مؤشر صندوق النقد العربي المركب للأسواق المالية العربية بين عامي 2002 و2003.
178	
11	تطور مؤشر صندوق النقد العربي عام 2004.
187	
12	التغير في مؤشر صندوق النقد العربي عام 2005.
193	

قائمة الجداول

الصفحة		الرقم
59	مقارنة بين السند والسهم	01
106	طبيعة العلاقة بين صيغ الكفاءة	02
149	شركات الوساطة في بورصة الجزائر	03
165	أداء الأسواق المالية العربية (2000-2001)	04
173	أداء الأسواق المالية العربية (2002)	05
181	أداء الأسواق المالية العربية (2003)	06
189	أداء الأسواق المالية العربية (2004)	07
196	أداء الأسواق المالية العربية (2005)	08

الفهرس

ملخص

شكر

قائمة الجداول والأشكال

الفهرس

8.....	مقدمة
13.....	1. أساسيات عن الأسواق المالية.....
14.....	1.1. ماهية الأسواق المالية.....
14.....	1.1.1. مفهوم السوق المالية وأهميتها.....
18.....	2.1.1. وظائف السوق المالية.....
22.....	3.1.1. أشكال عملية التمويل في السوق المالية.....
25.....	2.1. تقسيمات الأسواق المالية.....
26.....	1.2.1. السوق النقدية.....
32.....	2.2.1. سوق رأس المال.....
47.....	3.1. القيم المتداولة (الأوراق المالية).....
47.....	1.3.1. الأسهم.....
57.....	2.3.1. السندات.....
64.....	3.3.1. القيم المتداولة المهجنة والمشتقات المالية.....
70.....	خلاصة الفصل الأول.....
71.....	2. آليات تنظيم وسير الأسواق المالية وشروط قيامها.....
72.....	1.2. هيكله وتنظيم السوق المالية.....
72.....	1.1.2. الهيئات والأطراف المتدخلة في السوق المالية.....

76.....	2.1.2. عمليات السوق المالية.
81.....	3.1.2. الأوامر وتنفيذها.
86.....	4.1.2. مؤشرات السوق المالية.
93.....	2.2. شروط قيام السوق المالية.
93.....	1.2.2. أركان السوق المالية.
96.....	2.2.2. مقومات قيام السوق المالية.
98.....	3.2. كفاءة السوق المالية وسيولتها.
98.....	1.3.2. مفهوم كفاءة السوق المالية وأنواعها.
109.....	2.3.2. سيولة السوق المالية.
112.....	3.3.2. مؤشرات تطور السوق المالية.
117.....	خلاصة الفصل الثاني.
119.....	3. الأسواق المالية العربية: نشأتها، خصائصها وتطورها.
120.....	1.3. الإطار التشريعي والتنظيمي للأسواق المالية العربية وأهميتها.
120.....	1.1.3. لمحة تاريخية عن الأسواق المالية العربية ودوافع قيامها.
125.....	2.1.3. الأسواق المالية لدول الفئاض المالي والحرية الاقتصادية.
133.....	3.1.3. الأسواق المالية لدول العجز المالي والحرية الاقتصادية.
142.....	2.3. الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المالية في الجزائر.
143.....	1.2.3. إنشاء بورصة الجزائر.
144.....	2.2.3. الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر.
148.....	3.2.3. المتدخلون في بورصة الجزائر.
151.....	3.3. واقع الأسواق المالية العربية.
151.....	1.3.3. خصائص ومميزات الأسواق المالية العربية.
156.....	2.3.3. تطورات وأداء الأسواق المالية العربية (2001-2005).
198.....	3.3.3. معوقات الأسواق المالية العربية.
204.....	خلاصة الفصل الثالث.
206.....	4. سبل تطوير الأسواق المالية العربية والربط بينها.
207.....	1.4. سبل تطوير الأسواق المالية العربية.
207.....	1.1.4. جانب عرض أدوات السوق.

212.....	2.1.4. جانب الطلب على أدوات السوق.....
215.....	3.1.4. جانب البنية المؤسسية والتنظيمية الأساسية.....
218.....	2.4. الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها.....
218.....	1.2.4. نبذة تاريخية عن الربط بين الأسواق المالية العربية وأهميته.....
222.....	2.2.4. متطلبات الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها.....
228.....	3.2.4. معوقات الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها.....
233.....	3.4. تجربة الربط بين الأسواق المالية العربية.....
233.....	1.3.4. إسهامات صندوق النقد العربي.....
236.....	2.3.4. اتفاقيات الربط بين الأسواق المالية العربية.....
238.....	3.3.4. آثار اتفاقيات الربط.....
242.....	خلاصة الفصل الرابع.....
243.....	خاتمة.....
249.....	قائمة المراجع.....

مقدمة

تؤدي الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية وفي دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية وذلك من خلال الوظائف التي تؤديها وأهدافها المتمثلة في توفير المدخرات وتخصيصها للاستثمار، وترشيد استخدام الموارد وتوفير السيولة للأدوات المالية.

تأتي الأسواق المالية بشكل عام في طليعة القطاعات التي تناولها الإصلاح والتطوير لتقوم بوظائفها على أكمل وجه. ويلاحظ الاهتمام المتزايد لدى الدول العربية بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها وكذلك إمكانية الربط فيما بينها وذلك من منطلق أن إنشاء وتطوير هذه الأسواق سوف يساعد على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي، حيث تشكل أهم أحد القنوات الرئيسية في حشد واستثمار الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وتشجيع حركة انتقال هذه الموارد من بلدان الفائض المالي إلى بلدان العجز المالي في المنطقة العربية، وأيضا عامل هام في جذب الأموال العربية الموظفة بالخارج.

وإذا كانت الأسواق المالية شهدت في السنوات الأخيرة توجها نحو العالمية حيث تلاشت الحدود الفاصلة بين الأسواق المالية المحلية والأسواق المالية الأجنبية، وظهرت أسواق دولية جديدة لتكامل وأحيانا لتنافس الأسواق المحلية في اجتذاب المستثمرين بتقديم مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التي تلبي مختلف رغباتهم مع توفير رؤوس الأموال اللازمة للمقترضين بأسعار تنافسية، فلم تكن الأسواق العربية بمنأى عن هذا الاتجاه وذلك من خلال ربط الأسواق المالية العربية.

أهمية الموضوع

تتمثل أهمية هذه الدراسة في كون الأسواق المالية العربية يمكن أن تصبح من أهم القنوات الرئيسية لانسيابية المدخرات إلى نشاطات استثمارية من خلال ربط أسواق دول الفائض بدول العجز، إلى جانب هذا تزايد الأهمية النسبية لدور الأسواق المالية على حساب الدور الذي تلعبه علاقات

الاقتراض. كما أن الحاجة للأسواق المالية كبيرة، ولكن هذه الحاجة أكبر وأكثر أهمية في الدول العربية، وذلك نظراً لحاجة هذه الدول الماسة والواسعة إلى الموارد التمويلية.

أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- محاولة التعرف على المبادئ العامة والملاحم الرئيسية للأسواق المالية في إطارها النظري .
- التعرف على عدد من خصائص وسمات الأسواق المالية العربية، من خلال إلقاء الضوء عليها ومحاولة الاقتراب أكثر من واقعها.
- محاولة إبراز جهود الإصلاح والتطورات العديدة التي شهدتها الأسواق المالية العربية وتقييم أدائها.
- التعرف على المشاكل والصعوبات الرئيسية التي تحد من إمكانية تطوير الأسواق المالية العربية.
- حصر سبل تطوير الأسواق المالية العربية ورفع كفاءتها وخطوات الربط بينها في إطار مسار التعاون والتكامل فيما بينها.

أسباب اختيار الموضوع

من أهم الأسباب التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع، يمكن ذكر ما يلي:

- الأسواق المالية العربية حديثة الوجود وتعتبر من المواضيع التي تحتاج إلى دراسة أكثر لمعرفة أوجه القصور والضعف، مادامت بعض الأسواق المالية العربية تحتضر والبعض الآخر تراوح مكانها.
- يغلب على بلدان العالم العربي اعتمادها بشكل رئيسي على الجهاز المصرفي في تمويل التنمية، والذي يميز اقتصاديات المديونية وهي بصدد الانتقال إلى نظام التمويل المباشر الذي يميز اقتصاديات الأسواق المالية، الأمر الذي دفع للبحث في واقع الأسواق المالية في هذه الدول عامة.
- احتياجات الكثير من الدول العربية إلى موارد لتمويل مشاريعها التنموية ومن هنا تظهر أهمية تطوير الأسواق المالية العربية كوسيلة لسد الفجوة بين الموارد المحلية والاحتياجات الكلية للتمويل، على المستوى الإقليمي بدلا من الالتجاء إلى الأسواق المالية الدولية ومحاولة جذب الأموال العربية الفائضة والمستثمرة في الخارج لتصب في المنطقة العربية.

إشكالية البحث

- بناء على ما تقدم، يمكن طرح وصياغة الإشكالية على النحو الموالي:
- ماهي أوجه ضعف وخلل الأسواق المالية العربية ؟ وكيف يمكن التغلب عليها ؟
- ومن خلال السؤال الرئيسي، يمكن طرح الأسئلة الفرعية الآتية:
- ماهي مميزات الأسواق المالية العربية ؟
 - ماهو مستوى الانجاز الذي حققته؟
 - ماهي العوائق والعقبات التي تحول دون تطويرها ؟
 - كيف يمكن تطوير الأسواق المالية العربية ؟
 - ماهي أبعاد ومتطلبات الربط بين الأسواق المالية العربية ؟

الفرضيات

- تقوم الدراسة على فرضية عامة يمكن تلخيصها على النحو الموالي:
- تتميز الأسواق المالية العربية بجملة من الخصائص الأساسية وعدد من المشاكل والعوائق التي تواجهها.
 - ومن هذه الفرضية العامة يمكن وضع الفرضيات الجزئية الآتية:
 - تتسم الأسواق المالية العربية بكونها أسواقا نامية تفتقر إلى عراقة التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وصغر حجم السوق وضيق نطاقها.
 - يظل تطوير الأسواق المالية العربية مرهونا باكتمال مجموعة من المتطلبات الأساسية ومرتبطا بتحديث النظم والتشريعات والتنظيمات والمؤسسات وتوافر المعلومات والإفصاح والشفافية.
 - يعد الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها ضرورة ملحة تقتضيها مصالحها المشتركة في عصر صارت فيه التكتلات الاقتصادية هي السمة الغالبة على النشاط الاقتصادي الدولي.

حدود الدراسة

- تركز الدراسة على سوق الأوراق المالية أو البورصة والتي من خلالها يتم تداول الأوراق المالية.
- وتشمل الدراسة أغلب الأسواق المالية بالدول العربية بالاعتماد على أهم التطورات التي شهدتها خلال الفترة الممتدة من 2001-2005.

منهج البحث

نظرا لطبيعة الموضوع وبشكل عام، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي في الجوانب النظرية. كما تم استخدام المنهج التحليلي عند دراسة تطور وأداء الأسواق المالية العربية والوقوف على واقعها.

الدراسات السابقة

فالدراسات بشأن الأسواق المالية العربية قليلة، ذلك راجع إلى ندرة المعلومات وحادثة الأسواق المالية العربية، وفي حدود علمنا نشير أن من بين الدراسات المتعلقة بالأسواق المالية العربية الرسائل الموالية:

- وليد أحمد الصافي: الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق وهي عبارة عن رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه، مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003 وتوصل الباحث إلى نتيجة مفادها تكامل الأسواق المالية العربية تواجهه عدة عوائق وهي نفس المعوقات التي توصلنا إليها وأضاف أن تطورها يرتبط بتطور أسواق السلع والخدمات وحجم المبادلات البيئية.

- رشيد بوكساني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006. وهي دراسة حديثة، حيث تصب في مضمار هذا الموضوع خاصة من جانب تطور وأداء الأسواق المالية العربية خلال 1999-2003. أما دراستنا فقد امتدت ما بين 2001-2005.

الصعوبات

تتمثل الصعوبات التي تمت مواجهتها أثناء إعداد هذه الدراسة، في قلة الدراسات التي تناولت تجارب الأسواق المالية العربية، ونقص المراجع المتخصصة مما تطلب جهدا إضافيا في الوقت وفي البحث.

هيكل البحث

بناء على ما سبق، يتم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول على النحو الآتي:

الفصل الأول، أساسيات عن الأسواق المالية، والذي يتضمن ثلاثة مباحث، حيث يحدد المبحث الأول ماهية السوق المالية ونشأتها، والذي من خلاله يتم التعرف على مفهوم السوق المالية وأهميتها ووظائف السوق المالية، وكذا أشكال عملية التمويل فيها، بينما يبين المبحث الثاني تقسيمات الأسواق المالية ويتم التطرق فيه إلى مفهوم السوق النقدية ومكوناتها وأدواتها وكذا سوق رأس المال وأقسامها، ويتم في المبحث الثالث عرض القيم المتداولة من خلال إبراز أنواعها ومستجداتها.

ويتضمن الفصل الثاني آليات تنظيم وسير الأسواق المالية وشروط قيامها، والذي يقسم بدوه إلى ثلاثة مباحث، أين يتم التطرق في المبحث الأول منه إلى الهيئات والأطراف المتدخلة في السوق المالية والعمليات المتعلقة بها ومختلف أوامر السوق ومؤشراتها. بينما يعرض المبحث الثاني شروط إنشاء السوق المالية، ومن خلاله يتم تناول أركان ومقومات الأساسية لإنشاء السوق، أما المبحث الثالث والذي من خلاله يتم معرفة كفاءة السوق المالية وسيولتها إلى جانب مؤشرات قياس درجة تطورها.

وبخصوص الفصل الثالث، والذي موضوعه الأسواق المالية العربية ومن خلاله يتم تناول الإطار التشريعي والتنظيمي للأسواق المالية العربية وذلك بالنسبة لدول الفئات والحرية الاقتصادية ودول العجز والحرية الاقتصادية، وكذا السوق المالية في الجزائر وذلك في إطار الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية. ثم يتم التطرق بعد هذا إلى واقعها من خلال ذكر الخصائص التي تميزها وتطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة مابين 2001-2005. وأخيرا المعوقات التي تقف في وجهها.

أما الفصل الرابع والأخير فقد خصص لدراسة سبل تطوير الأسواق المالية العربية والربط بينها، حيث يتم عرض إجراءات وسبل تطوير الأسواق المالية العربية في المبحث الأول، ثم أهمية ومتطلبات ومعوقات ربط الأسواق المالية العربية وتكاملها في المبحث الثاني، أما في المبحث الثالث يتم التطرق إلى تجربة الربط، وإسهامات صندوق النقد العربي وأهم اتفاقيات الربط وأثرها.

الفصل 1 أساسيات عن الأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تقوم على أساس التعامل الحر، وتعتبر الأسواق المالية المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في الدول، إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود أسواق مالية مزدهرة ومتطورة.

وتمثل عملية تخصيص الموارد بشكل أمثل الهدف الرئيسي لمعظم القرارات في اقتصاديات السوق، والمراقب للتغيرات الهيكلية العميقة التي يتعرض لها الاقتصاد الدولي، يمكن أن يلاحظ بوضوح تزايد الأهمية النسبية لدور الأسواق المالية على حساب الدور الذي تلعبه علاقات التداين والائتمان. ونشأت الحاجة إلى الأسواق المالية نتيجة لعدم التوازن بين المدخرات والاستثمارات على مستوى القطاعات الاقتصادية.

وهكذا يمكن للسوق المالية أن تصبح من أهم القنوات الرئيسية لانسيابية المدخرات إلى نشاطات استثمارية من خلال ربط عرض الأموال بالطلب عليها.

ولذا فإن تعاضم الاهتمام بالإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي من جانب وباستقرار وتأثر هذا النمو من جانب آخر قد حفز على قيام الأسواق المالية ولقد شهدت فترة السبعينات والثمانينات تطور ضخما في الأسواق المالية تمخض عن مزيد من اندماجها في الأسواق الدولية الأخرى. وقد كان للتغيرات الهيكلية المرتبطة بالفلسفة الإصلاحية لبعض الدول الصناعية المتقدمة أكبر الأثر في تحسين كفاءة الأسواق المالية وبصفة خاصة ابتكار أوراق مالية جديدة ساهمت في اتساع عمليات الأسواق المالية بشكل كبير.

وعليه، سيتم دراسة هذا الفصل من خلال المباحث الثلاثة الموالية:

- ماهية الأسواق المالية؛
- تقسيمات الأسواق المالية؛
- القيم المتداولة.

1.1. ماهية الأسواق المالية

تتميز أنظمة تمويل الاقتصاد، تقليدياً، بوجود أسلوبين: نظام التمويل المباشر الذي يميز اقتصاديات الأسواق المالية، ونظام التمويل الغير المباشر الذي يميز اقتصاديات المديونية. ويغلب على بلدان العالم الثالث ضعف أنظمتها المالية، واعتمادها بشكل رئيسي على الجهاز المصرفي في تمويل التنمية.

سيتم التعرض من خلال هذا المبحث، لمفهوم السوق المالية وأهميتها، ثم ذكر وظائفها، والإشارة في الأخير لأشكال عملية التمويل في السوق المالية وذلك من خلال ثلاثة مطالب.

1.1.1. مفهوم السوق المالية وأهميتها

سيتم في هذا المطلب، دراسة مراحل تطور فكرة السوق المالية، ثم تحديد مجمل التعريفات المنصبة حولها مع ذكر أهمية السوق المالية.

1.1.1.1 مراحل تطور فكرة السوق المالية

تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق، ويعتمد كبر حجم السوق على حجم الإنتاج مما يترتب عن ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية. وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية أو بصفة خاصة على الأوراق المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية وهذه السوق أطلق عليها سوق الأوراق المالية. وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأداة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق. [1] ص 15

وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بعدة مراحل يمكن

تلخيصها بالآتي: [1] ص 16-17

- المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية ومما أدى ذلك إلى كبر حجم هذه

المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما أصبح يلجأ إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب عن ذلك من عواقب وخيمة.

- المرحلة الثانية: تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

- المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ.

وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

- المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدية مع السوق المالية.

- المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

2.1.1.1. تعريف السوق المالية

لقد وردت عدة تعاريف بخصوص السوق المالية منها:

تعرف السوق المالية على أنها: "المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين) ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطاره التنظيمي الأصول المالية." [2] ص 127

من خلال هذا التعريف فإن السوق المالية هي وسيلة اتصال بين وحدات ذات الفائض ووحدات ذات العجز.

وتعرف السوق المالية بأنها: "المكان أو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم والسندات أو المشتقات المالية، تنظمه قوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام المبادلات بيعا وشراء بسرعة وسهولة وأمان." [3] ص 11

إن التعريف السابق يعتبر قاصرا على المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية ويهمل دور وسائل الاتصال والتكنولوجيا الحديثة في المعاملات المالية.

كما تعرف السوق المالية بأنها: " الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها الجمع أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه." [4] ص 140

إن التعريف السابق لمفهوم السوق المالية، يجمع عامل الطلب والعرض والوسيلة المناسبة التي يتحدد من خلالها سعر الورقة المالية.

وتعرف كذلك السوق المالية على أنها: "سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، والتي تمثل مجموع العروض والطلبات على رؤوس الأموال للاكتتابات في الرأسمال الاجتماعي للمؤسسات والتوظيفات طويلة الأجل." [5] ص 239

وتعرف أيضا على أنها: " سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل. التي تخص التعاملات في القيم المنقولة أسهم ، سندات والقيم المشابهة أو الأدوات المالية المستحدثة." [6] ص 16
من خلال التعريفين السابقين يمكن القول بأن السوق المالية هي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل.

وعليه، فالسوق المالية هي السوق التي تتعامل بالأدوات المالية عبر فئات متخصصة وذلك بغض النظر عن الوسيلة أو المكان الذي يتم فيه التعامل، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة.

بناء على التعاريف السابقة، تستند السوق المالية على المعاني التالية:

- جهاز أو مجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض وبين الوحدات ذات العجز.

- تجميع المدخرات وتوظيفها بوسائل محددة ومأمونة في شكل استثمارات سائلة في السوق المالية.
- هي السوق التي تتعامل بالأدوات المالية بأشكالها المختلفة مثل الأسهم والسندات.

3.1.1.1. أهمية السوق المالية

تعود أهمية السوق المالية إلى عدة عوامل يمكن إجمالها فيما يلي: [7] ص 20

- تمويل خطة التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من التجاء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي والتي غالبا ما يترتب عنها أعباء كبيرة تثقل كاهل الدولة بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب وخيمة وغير محمود عقباها تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب العام.
- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل الطويل والمتوسط الأجل لعدة أسباب من أهمها: مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها قروض متوسطة وطويلة الأجل إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة ووفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- تساعد السوق المالية على منح القروض بشروط مناسبة وبتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.
- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعمليات القابلة للتحويل مما يترتب عن ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية.
- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأموال والأوراق وبما يعود عليهم من أرباح عالية ومخاطرة قليلة وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.
- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون أي خسارة أو عناء.

وعليه، تتجلى أهمية السوق المالية في جملة من المهام التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد بها والتي تنعكس من خلال الأدوار التي تلعبها هذه السوق. ويتحقق هذا الدور من خلال الوظائف الأساسية لسوق المالية إذن ماهي وظائف سوق المالية؟

2.1.1. وظائف السوق المالية

تشكل السوق المالية آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يتداول في الأسواق من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى، ومن المتوقع أن تلعب هذه السوق دورا هاما في القطاع المالي كجزء من هيكله التنظيمي وكأحد الأطر الهامة لتشجيع وتجميع المدخرات المحلية وتوجيهها نحو التنمية الاقتصادية الإقليمية، وتؤدي السوق المالية عددا من الوظائف الرئيسية من أهمها:

1.2.1.1. تحقيق التوازن المالي وتوفير التمويل

يتضح تحقيق التوازن المالي وتوفير التمويل من خلال العناصر الآتية: [9] ص 136-137

- تمثل القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز أي بمعنى آخر التوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في الأسواق.

وبذلك تسهم السوق المالية في تحقيق التوازن المالي بين عرض الأموال والطلب عليها بالشكل الذي يحقق الكفاءة في إدارة الأموال.

- توفر التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية حيث تكون المشروعات في بداية تأسيسها بحاجة إلى عملية تمويل، لذلك تتجه هذه المشروعات إلى السوق المالية والتي تعد بطبيعتها المصدر الرئيسي لتمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل من خلال إصدار أسهم أو سندات أو أدوات استثمارية أخرى واقتنائها من جانب الأفراد والمؤسسات، إذ أن التمويل عن طريق السوق المالية هو أقل كلفة وبدون آثار تضخمية مقارنة بالتمويل الذي تقوم به المصارف والمؤسسات المالية الأخرى، والتي تؤدي إلى زيادة مفرطة في عرض النقود مما يخلق زيادة في معدلات التضخم، إضافة إلى ذلك يمكن أن تقوم الحكومات وبعض مؤسساتها بتوفير جزء من احتياجاتها التمويلية عبر السوق المالية وذلك من خلال طرح أدونات الخزينة والسندات الحكومية للاكتتاب العام.

كما تعمل على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية صاحبة العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في تطوير هذه المؤسسات، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية. [9] ص 35

2.2.1.1. توفير السيولة وجذب المدخرات وتوجيهها

ويكمن تلخيص ذلك في النقاط الآتية: [8] ص 137-138

- تلعب دورا في خلق السيولة الكافية للمدخرين (المشترين) عند رغبتهم في تسهيل استثماراتهم في الأوراق المالية، من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات المالية الطويلة الأجل بصورة خاصة إلى أصول سائلة بسهولة ويسر وبسعر مناسب، إذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم أو أرادوا تغيير محافظ أوراقهم المالية. بحيث أن السيولة التي توفرها هذه الأسواق يجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية مما يؤدي بالتالي إلى زيادة الاستثمارات.

- توفر فرصا سانحة لجلب رؤوس الأموال الخارجية المباشرة فضلا عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق، واقتناء تكنولوجيا جديدة.

- تلعب دورا هاما وفاعلا في توجيه مدخرات الأفراد والقطاع العائلي نحو الأنشطة الإنتاجية من خلال شراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات العاملة في السوق بدلا من أن يتم توجيهها نحو الأنشطة الغير منتجة كالمضاربة في العملة والعقارات والأراضي والمجوهرات... الخ. أو اكتنازها أو تهريبها إلى الخارج.

3.2.1.1. تحديد أسعار الأصول المالية

تتمثل الوظيفة الأولى للأسواق المالية في تحديد السعر العادل للأصل المالي الذي يتم بيعه أو تداوله في السوق. ويتم تحديد السعر العادل من خلال عمليات التداول والتي يتم من خلالها التقاء الطلب - راغبي شراء الأدوات المالية- بالعرض- راغبي بيع الأدوات المالية. ومن خلال تحليل السعر العادل يتم حماية المتعاملين في سوق المالية من شراء أدوات مالية مغالى في سعرها أو بيع أوراق مالية مسعرة بأقل من قيمتها. [10] ص 65

تساعد السوق المالية على إعادة تقييم أدوات السوق، حيث أن كل سهم أو سند له سعر يتحدد طبقا لتوقعات المستثمرين بالنسبة للعوائد المستقبلية المتوقعة، وإذا كانت السوق المالية تعمل بشكل سليم فإن سعر أي أصل مالي يعطي بكل لحظة صورة حقيقية عن قيمته الفعلية، وضمن هذه الشروط فإن

السوق المالية تعطي مؤشرات دقيقة جدا بالنسبة للمستثمرين ولأصحاب المؤسسات. أما بالنسبة للمستثمر، فأسعار القيم المتحركة في سوق متكامل تعني التوقعات عن المردودية والتي يجب أن تكون متوازنة مع الخطر، أما بالنسبة لصاحب المؤسسة فإنها تساعده على تحديد قيمة الأسهم الفعلية وتوقعاته بالنسبة للإيرادات مما يساعد على تحديد العوائد على الأسهم. [11] ص12

كما تعتبر أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات الاستثمارية المختلفة إذ تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع هذه الشركات والمشروعات، ومساعدتهم على الحكم عليها إما بالنجاح أو الفشل، فإذا انخفضت أسعار أسهم إحدى الشركات فإن ذلك دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، الأمر الذي قد يؤدي بدوره إلى إجراء بعض التعديلات على هيكلها سواء بتغيير قيادتها أو سياستها أملا في تحسين مركزها المالي. [12] ص19

4.2.1.1. تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية

تساعد عملية التنمية وتكون في نفس الوقت مؤشرا للأحوال الاقتصادية ومرآة عاكسة لما يحدث في الاقتصاد الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلد الذي تمارس فيه الأسواق المالية نشاطها فرصة اتخاذ الإجراءات الاقتصادية والمالية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فمن المعروف أن الأسواق المالية تتجاوب غالبا مع الدورات الاقتصادية بصورة مبكرة. [13] ص23

كما تؤدي أيضا دور المنظم، بل ومن خلال حركية الأسواق المالية (في الحالة العادية) يتم التعرف على الوضع الاقتصادي وتوجهاته المستقبلية في أي بلد. ذلك أن قرارات الاستثمار قائمة أساسا على التوقعات. [14] ص162

ومن ثم يمكن القول أن الأسواق المالية تساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها.

5.2.1.1. وظائف أخرى

توفر السوق المالية إمكانات كبيرة من حيث:

- وظيفة تحويل الخطر: تعتبر وظيفة تحويل الخطر وتحويل الانتظار من أكثر الوظائف الاقتصادية للسوق من حيث الأهمية، حيث تساهم وظيفة تحويل الخطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها

الشركات المساهمة، أما وظيفة تحويل الانتظار فتستمد أهميتها من إتاحة الفرصة أمام المستثمر لتحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها. [7] ص 24-25

- تفادي التقلبات العنيفة للأسعار: السوق المالية في هذا المجال تقوم بدور لكسر حدة هذه التقلبات التي ترجع أساسا للانفعالات والتي قد تكون خاطئة، ويتحقق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعمالؤها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم، وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع والهبوط المفاجئ في الأسعار وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في السوق القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها. [15] ص 34

- تنوع المحافظ الاستثمارية للمستثمرين سواء كان ذلك من حيث أنواعها أو أجلها.

- العلنية والشفافية لاتخاذ قرارات مالية رشيدة، بتوفيرها المعلومات المطلوبة عن أوضاع الشركات المدرجة في السوق.

- حماية المتعاملين في السوق من خلال منع وتلافي حدوث الغش والتدليس بوجود رقابة حكومية ومندوب للحكومة ووضع ضوابط صارمة لتداول الأوراق المالية فيها.

- تهيئتها لعنصر الثقة لعمليات الادخار والاستثمار، بل وتؤدي من خلال الحركة في السوق المالية التي تحدد أفضل مجالات الاستثمار ونوعية المشروعات المستثمرة.

- تخفيض تكاليف العمليات المالية [10] ص 66-67: الوظيفة الاقتصادية الأخرى التي تقوم بها الأسواق المالية تتمثل في تخفيض تكاليف العمليات المالية، هذه التكاليف ستكون مرتفعة إذا لم تكن الأسواق المالية موجودة وتمارس مهامها بشكل كفاء. وتتكون تكاليف العمليات المالية من نوعين من التكاليف تكلفة البحث وتكلفة المعلومات.

- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث أن عمليات البيع والشراء في السوق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية. [16] ص 16

تتجلى أهمية الأسواق المالية في جملة من المهام التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد بها والتي تنعكس من خلال الأدوار التي تلعبها هذه السوق إذا ما توفرت لها البيئات المناسبة لعملها، وتقوم الأسواق المالية بوظيفة اقتصادية أساسية تتمثل في التخصيص الأمثل لموارد المجتمع وخاصة إذا تميزت هذه الأسواق بالكفاءة.

3.1.1. أشكال عملية التمويل في السوق المالية

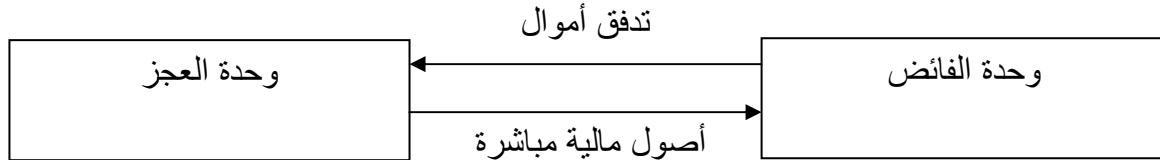
تتأثر السوق المالية بمؤسساتها المختلفة وأدواتها المتباينة بالتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي، كونها صلة الربط ما بين مختلف الوحدات الممثلة للاقتصاد.

وسواء كانت طريقة التمويل في السوق المالية معقدة أو بسيطة فإنها تستهدف في النهاية تحويل الأرصدة من القادرين على الادخار والمستعدين للإقراض باتجاه الراغبين في الاقتراض (الاستثمار) لذلك تأخذ عملية التمويل في السوق المالية الأشكال الثلاث الآتية: [17] ص 40-42

1.3.1.1. التمويل المباشر

يجري التعامل مباشرة بين المقرضين (وحدات الادخار) والمقترضين (وحدات العجز)، دون وساطة لطرف آخر، إذ يتحصل المقترض على موارد مالية مقابل إصداره أصول مالية مباشرة (أسهم وسندات، وثائق أخرى) لصالح المقرض.

وتدعى الالتزامات المالية في حالة التمويل المباشر بالأصول المالية المباشرة أو الأولية لأنها تنتقل من صاحب الالتزام إلى صاحب الحق وكما يوضحه الشكل أدناه.



شكل رقم 01: شكل التمويل المباشر [17] ص 39

يعد التمويل المباشر شكلا بدائيا عرفت به عملية التمويل تاريخيا، إلا أن البساطة المتناهية التي تحيط بهذا الشكل لأداء السوق المالية لا ينسجم مع متطلبات التطور الاقتصادي والحاجة المتنامية لعنصر رأس المال.

ومن أهم المعوقات لهذا الشكل لأداء السوق المالية هو:

- يجب تطابق رغبة وحدات العجز، ووحدات الفائض في تبادل الرصيد نفسه وفي الوقت نفسه.

- يجب على وحدة الفائض قبول أصول وحدة العجز بغض النظر عن طبيعة المخاطر التي تحيط بها في وقت الاقتراض.

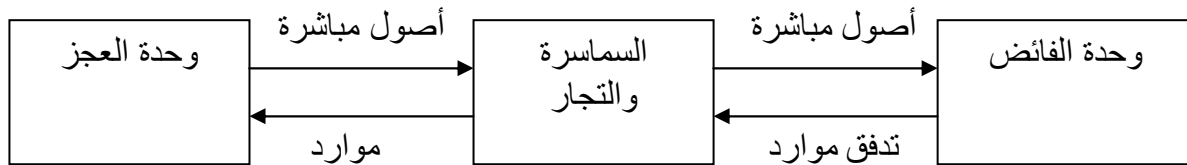
- على وحدة العجز إيجاد وحدة الفائض ذات التمويل المناسب لاحتياجاتها، وألا تطلب اللجوء إلى أكثر من وحدة فائض في الوقت نفسه.

لذلك فإن مثل هذه المعوقات المصاحبة للتمويل المباشر تجعل بروز طريقة أخرى أمراً مناسباً.

2.3.1.1. التمويل شبه المباشر

بالنظر لعدم كفاية الشكل المباشر لإنجاز نموذج لتدفق الأرصدة بين وحدات العجز ووحدات الفائض بدأ ظهور نوع آخر يدعى بالتمويل شبه المباشر. إذ ينشأ هذا النوع من خلال بروز بعض الوحدات (طبيعية، معنوية) لممارسة دور السماسرة والتجار للأصول المالية، والذين يؤثرون بشكل فعال في عملية الالتقاء وتشكيل السوق المالية.

وعلى الرغم من اختلاف دور السماسرة، إلا أن كلاهما يمارس دوراً وسيطاً في عملية التقاء تيار الطلب وتيار العرض في السوق المالية، ويمكن ملاحظة كيفية أداء السوق عبر شكل التمويل شبه المباشر من خلال الشكل الآتي:



شكل رقم 02: شكل التمويل شبه المباشر [17] ص 41

ويتميز التمويل شبه المباشرة عن سابقه في وجود جهة وسيطة تشارك في انخفاض تكلفة المعلومات أو البحث عن التمويل للعارضين والطلبين على حد سواء، كذلك تساعد هذه الطريقة في تقليل أثر عدم التطابق بين رغبات وحدات العجز وإمكانية وحدات الفائض، فضلاً عن دور الوسيط (السماسرة والتاجر) في استيعاب الأعداد المتناثرة من المدخرين. إلا أن القيد المرتبط بهذا الشكل هو بقاء وحدة الفائض حائزة على أصول مالية مباشرة وما يترتب عن ذلك من تحملها للمخاطر.

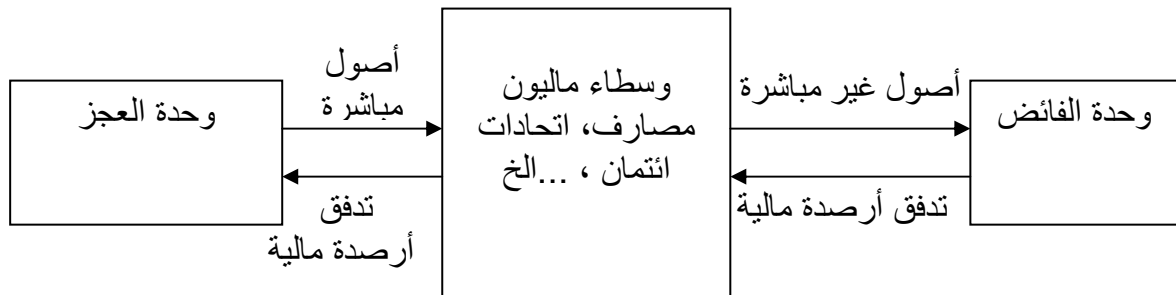
3.3.1.1. التمويل غير المباشر

حفز قيد التمويل المباشر وشبه المباشر نشوء التمويل غير المباشر، ويعد البروز الواضح للمؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل للسوق المالية، وقد يتجاوز دور الوساطة الموقع المحلي باتجاه دور وساطة عالمي. ويشمل مؤسسات اقتصادية مثل (البنوك التجارية، شركات التأمين، الائتمان، شركات التمويل، مصارف الادخار، الصناديق المشتركة، مؤسسات الادخار التعاقدية..إلخ).

وتساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن ما بين وحدة العجز ووحدة الفائض يتجاوز مجرد التوسط (السمسار والتاجر) بل إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز.

إن ما يميز هذه الأصول درجة سيولتها المرتفعة وقدرة حائزها على تداولها وما يتيح ذلك من مرونة لوحدات الفائض، فضلا عن انخفاض مخاطرها مقارنة بالأصول المباشرة وبطء التحول منها. يلاحظ من خلال الشكل رقم: (03)، أن الوسطاء الماليين يقبلون الأصول المباشرة من وحدات العجز وبالمقابل يصدرون أصولا مالية غير مباشرة إلى وحدات الفائض لاستقدام تدفقات الأرصدة منهم.

إن أهم ما يميز هذا النوع من التمويل القدرة العالية للوسطاء في تعبئة الادخارات المتنثرة فضلا عن قدرتها في تسويق الأصول المالية المباشرة المختلفة لوحدات العجز. فضلا عن ذلك يعد هذا النوع من التمويل ذو تكلفة منخفضة للمعلومات لوجود مؤسسات متخصصة في الوساطة، ومرونة المقرض والمقترض في تجنب مخاطر الأصل المالي من خلال التداول أو التسييل.



شكل رقم 03: شكل التمويل غير المباشر [17] ص 42

2.1. تقسيمات الأسواق المالية

تضم الأسواق المالية العديد من الأسواق التي يتم التمييز فيما بينها وفق العديد من المعايير، فهناك مثلا معيار نوع الأدوات أو الأصول المالية والذي يتم وفقا له التمييز بين سوق أدوات الدين مثل السندات وسوق أدوات الملكية كالأسهم، وهناك معيار أجل استحقاق الأصول المالية المتداولة والذي يتم وفقا له التمييز بين السوق النقدية وسوق رأس المال.

جرى تقسيم السوق المالية بصفة عامة إلى سوقين رئيسيين: سوق النقدية وسوق رأس المال. وتنقسم بدورها إلى سوقين فرعيين، تتعامل أحدهما عن طريق الأوراق المالية وهي محل دراستنا، بينما تتعامل الأخرى عن غير طريق الأوراق المالية. وهناك أكثر من سوق نوعية داخل سوق رأس المال فهناك الأسواق الأولية، والأسواق الثانوية بالإضافة إلى وجود أسواق ثالثة أو رابعة.

ومع ذلك، ليس لهذه التفرقة أهمية عملية في الاقتصاد المعاصر. أولا لأن مشكلة التمويل ككل لا ترتبط بمدة مادام النشاط الإنتاجي والتجاري عملية متجددة ومستمرة من خلال الزمن. وثانيا لأن أدوات الدفع لم تعد تقتصر على الأصول السائلة بطبيعتها وثالثا، بسبب وحدة مصادر التمويل، أي أن العارضين للأموال (المدخرين)، قد يختارون مباشرة السوق النقدية أو سوق رأس المال أو الاثنين معا.

وعلى هذا الأساس، جاء تقسيم هذا المبحث على النحو الموالي:

- السوق النقدية؛

- سوق رأس المال.

1.2.1. السوق النقدية

سيتم التعرض من خلال هذا المطلب، لمفهوم السوق النقدية، ثم ذكر مكونات وأهمية السوق النقدية وأخيرا لأدواتها، وذلك على النحو الموالي:

1.1.2.1. مفهوم السوق النقدية

هي الشق الثاني للسوق المالية، وتعتبر السوق النقدية مصدرا للتمويل قصير الأجل.

1.1.1.2.1. تعريف السوق النقدية

السوق النقدية هي: "الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول الأموال قصيرة الأجل. ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام. ويتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته (فوائضه) عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها. بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما." [2] ص 133

كما تعرف بأنها: "تلك السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل وهي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات، بل تتم العمليات فيها باستعمال الهاتف، التلكس، الفاكس أو نهايات أجهزة الإعلام الآلي وغيرها من وسائل الاتصال، أي لا يشترط في قيام السوق النقدية توفر مبنى مثلا أو غيره من الهياكل." [18] ص 65

وترتكز هذه السوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على الطلب والعرض يتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، ويتولى الجهاز المصرفي دورا قياديا في هذه السوق ممثلا في البنك المركزي والبنوك التجارية إلى جانب بعض المؤسسات المالية التي تقوم بمهام الوساطة فيه. وفيما يتعلق بالمستثمرين الأفراد فان دورهم يكاد يكون معدوما أو محدودا نسبيا نظرا لتدني معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه.

وهذا النوع من السوق المالية ليست لها مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات إذ أن مكانها يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض.

2.1.1.2.1. مزايا السوق النقدية

تتسم السوق النقدية ببعض المزايا ومن أهمها مرونتها العالية، حيث تنخفض تكاليف إجراءات إتمام معظم العمليات المالية. كما تتميز أيضا بتدني درجة المخاطرة فيها نظرا لأن القيمة الاسمية للأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية شبه مؤكدة والتي تصدرها مؤسسات تتسم بملاءة مالية وذات مراكز ائتمانية قوية كالبنك المركزي والمؤسسات الحكومية والبنوك التجارية، فان احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جدا أو شبه مستحيلة.

وتتميز الأسواق النقدية كذلك عن غيرها بأنها أكثر أمانا نظرا لقصر أجل أدوات الأسواق النقدية وأنها أسواق جملة تحمل عادة تعاملات بأحجام كبيرة وتعد أسواق سائلة بسبب سرعة تحولها إلى سيولة وأسواق عميقة لوجود عدد كبير من المتعاملين في هذه الأسواق. وتعتبر هنا الأدوات المالية صكوك مديونية يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد ادني من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق وذلك نظرا لضمان عملية السداد حيث تنخفض أو تنعدم مخاطر التوقف عن الدفع، كما يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفضا وربما لا يتجاوز معدل التضخم.

وعليه، فإن السوق النقدية توفر الفرصة للمقرضين بالحصول على التمويل اللازم بالأجل القصير. فهي موارد تخص مستثمرين يرغبون باستثمارها على درجة عالية من الأمان وفي أصول مالية سريعة التسييل.

وبناء على ما سبق، فإن السوق النقدية هي تلك السوق التي تتعامل بأدوات الدين قصيرة. ويعد هذا التعريف أكثر التعاريف إجازا وأوسعها انتشارا. وأهم مؤسسات هذه السوق هي البنوك المركزية، والبنوك التجارية. وبشكل عام فإن السوق النقدية تمتاز بدرجة مرتفعة من الأمان وبقدر كبير من السيولة بالإضافة المرونة العالية.

2.1.2.1. مكونات السوق النقدية وأهميتها

لا تتحدد السوق النقدية بهيكل تنظيمي موحد، إذ تشكل مجموعة المصارف بأنواعها وبعض المؤسسات المالية.

1.2.1.2.1. مكونات السوق النقدية

تتكون السوق النقدية من سوقين أساسيين هما: [19] ص 43

- السوق ما بين البنوك وهي تنظيم يجمع فيه المهنيون ويتم التقاء عرض وطلب السيولة البنكية، ولا يتدخل البنك المركزي في هذه السوق إلا عند ظهور اختلالات كبيرة في إحداث التوازن، ويبقى دوره هو تنظيم هذه السوق ومراقبتها.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه السوق تعمل كل يوم عن طريق الهاتف أو التلكس مع التأكيد الكتابي، حيث تتم العمليات عن طريق حسابات لدى البنك المركزي، وبالتالي سوق للنقود المركزية فقط (أي

النقود بالمفهوم الضيق) وبما أن هذه السوق مخصصة للمؤسسات المالية، فإنه لا يسمح التدخل إلا للمؤسسات المتمثلة في البنك المركزي، المؤسسات المالية البنكية وشبه بنكية والخزينة العامة.

- السوق المفتوحة وهي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم سيولة (رؤوس أموال قصيرة الأجل) لكي يقدمونها لأعوان آخرين هم بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أدونات الخزينة وسندات الخزينة العمومية المتداولة وكذا سندات المؤسسات والهيئات المالية، إضافة إلى شهادات الإيداع.

2.2.1.2.1. أهمية السوق النقدية

تعتبر السوق النقدية رافدا هاما للتمويل القصير الأجل، وعلى ضوء المزايا التي تتمتع بها تؤدي هذه السوق دورا هاما على مستوى الاقتصاد الوطني من زاويتين هما: [20] ص 63

- تلعب هذه السوق دورا رئيسيا في تخطيط السياسات النقدية للدولة، إذ بواسطتها يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك عن طريق التحكم المباشر في معدلات الفائدة قصيرة الأجل بواسطة البنك المركزي، يمكنه التحكم بصورة غير مباشرة بمعدلات الفائدة طويلة الأجل أيضا.

- بوجود سوق نقدية فعالة تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل وهذا يؤدي بدوره إلى انخفاض تكلفة التمويل قصيرة الأجل، وبالتالي يزيد من سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها. فتكون محصلة ما سبق زيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا أو ازدهارا اقتصاديا.

وتتمثل أيضا أهمية السوق النقدية فيما يلي: [21] ص 115

- تأمين السيولة للجهاز المصرفي، حيث تتمكن المصارف من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة.

- توفر السوق فرصة للمؤسسات ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطرة منخفضة جدا، ذات قابلية تسويقية عالية.

3.1.2.1. أدوات السوق النقدية

تمثل هذه الأدوات صكوك مديونية وعادة ما تكون قابلة للتداول ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة على الأكثر. وإلى جانب القروض المباشرة قصيرة الأجل، تتوفر في السوق النقدية مجموعة أخرى من أدوات الاستثمار من أهمها ما يلي :

1.3.1.2.1. أدونات الخزينة

تقوم الخزينة المركزية بإصدار أدونات قابلة للتداول، ولفترات قصيرة تتراوح عادة بين ثلاثة أشهر وأثني عشر شهرا على أساس الخصم مقابل عدم دفع فوائد على هذه الأدونات، فيكون العائد التعويضي عن الفوائد عبارة عن الفرق بين سعر الشراء للأدونات وسعر الأسمى، وهكذا فإن الفائدة المدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع والتي تكون عالية نسبيا. [22] ص 71

وفضلا عن ذلك، هناك مزايا أخرى لأدونات الخزينة والتي من أهمها: [22] ص 72

- وجود إعفاءات من ضرائب الدخل، وهنا كلما كانت هذه الضرائب مرتفعة ازداد توجه المستثمرين نحو هذه الضرائب.
- تتسم أدونات الخزينة بفتراتها القصيرة وبضمانها الرسمي من قبل جهة حكومة مركزية، وبالتالي تكون هذه الأداة من أكثر أدوات الأسواق النقدية أمانا.
- كثرة عدد المشترين والبائعين لأدونات الخزينة المركزية تجعل أسواق هذه الأدونات عميقة وهذا ما يزيد التنافس السوقي الذي يمكن أن يضمن في النهاية لكافة الأطراف السعر العادل.
- تتميز أدونات الخزينة بسرعة تداولها وانخفاض تكاليف هذا التداول وهذا ما يحقق للأداة المعنية سيولة عالية نسبيا.
- إصدار أدونات الخزينة لحاملها قد جعلها مرنة في التعامل السوقي.

2.3.1.2.1. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول

تعتبر هذه الشهادات من أدوات الاستثمار الهامة في السوق النقدية، وهي أداة دين ترتب لحاملها حقا على وديعة بنكية مودعة لأجل، وتصدر عن البنوك التجارية بقيم اسمية مختلفة ولمدد مختلفة حسب مدة الوديعة ولكنها تكون دائما أقل من سنة، ويثبت عادة عليها سعر الفائدة والذي يمكن أن يكون ثابتا، أو عائما. [20] ص 68

وتوفر شهادات الإيداع للمستثمر صاحب الوديعة مجموعة من المزايا، فمن جهة توفر له فرصة الحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة، وذلك عن طريق بيع هذه الشهادات مقابل تنازله عن جزء من العائد، كما أنها تكون قابلة للتداول في السوق الثانوية، هذا إضافة إلى أن معدل العائد الذي تحققه للمستثمر يكون أعلى نسبيا من العائد المحقق على حسابات التوفير، وبالإضافة إلى ذلك فهي تتمتع بقدر كبير من السيولة ودرجة عالية من الأمان لأنها تصدر في معظم الأحيان بصيغة لحامله، كما أنها غالبا ما تكون مضمونة من البنك المركزي، إضافة إلى أنها تجنب المستثمر فيها مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية. [20] ص 69

3.3.1.2.1. الأوراق التجارية

الأوراق التجارية المقصودة هنا ليست الأوراق التجارية المتعارف عليها في السوق التجارية كأداة من أدوات الائتمان والتي غالبا ما تكون مسحوبة على أفراد، وإنما يقصد بها الأوراق التجارية كأداة من أدوات الاستثمار، وتتخذ غالبا شكل سندات أذنيه صادرة عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية كأداة من أدوات التمويل القصيرة الأجل. وتعتبر الأوراق التجارية من أقدم أدوات الاستثمار قصيرة الأجل في السوق النقدية. والتعامل فيها في معظم الأسواق العالمية محدود فيما عدا الولايات المتحدة وكندا حيث يوجد لها سوق واسع نسبيا. [20] ص 68

وتعتبر الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتصدر لحامله وعلى أساس الخصم مثل أذونات الخزينة، لكنها تصدر في معظم الأحيان غير مضمونة مما يجعل درجة المخاطرة المرافقة للاستثمار عالية نسبيا. وهذا يفترض بالتالي أن يكون العائد المتوقع عال أيضا. ويكون هذا العائد في العادة أعلى من الفائدة المحقق على الاستثمار في أذونات الخزينة، ولكنة قريب من ذلك المحقق من الاستثمار في شهادات الإيداع المصرفية. [20] ص 68

4.3.1.2.1. القبولات المصرفية (الكمبيلات المصرفية)

تعتبر القبولات المصرفية أداة دين صادرة عن بنك تجاري وهي عبارة عن سحبات بنكية يستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب، فهو محرر مكتوب يتضمن أمرا صادرا من الساحب المستورد إلى المسحوب عليه (بنك) بأن يدفع لأمر شخص ثالث هو المستفيد (المصدر) مبلغا عند الإطلاع أو قابل للتعيين. وتعتبر السحوبات الزمنية من الأدوات المستعملة في تمويل التجارة الخارجية. [3] ص 101

ويلجأ المستورد إلى القبولات المصرفية عند عدم توفر السيولة الكافية لديه أو حاجاته لترويج نوع من البضاعة، وتتحدد القيمة الاسمية للقبول المصرفي بقيمة البضاعة وبأجل يساوي أجل دفع قيمة البضاعة من المستورد للمصدر. إلا أن المستفيد (المصدر) يكون بإمكانه الاحتفاظ بالقبول المصرفي لحين تاريخ الاستحقاق، أو أن يسترد قيمته الاسمية من البنك المراسل ببيعه في السوق الثانوية على أساس الخصم. [3] ص 101

5.3.1.2.1. اتفاقيات إعادة الشراء

اتفاقية إعادة الشراء عبارة عن اتفاق بين بنك أو جهة مانحة للقروض من ناحية، وشركة مقترضة من ناحية أخرى. وبموجب هذا الاتفاق تقوم الشركة المقترضة ببيع الأوراق المالية التي تملكها أسهم، سندات، أدوات خزينة أو أية أوراق أخرى إلى البنك بسعر محدد، وتتعهد الشركة المقترضة بموجب الاتفاق بشراء هذه الأوراق بسعر أعلى في تاريخ محدد لاحق. وتتراوح فترة الاتفاقية عادة بين 3 إلى 14 يوما وقد تكون ليوم واحد فقط فيما يسمى إعادة الشراء لليلة واحدة. [20] ص 71

تعتبر اتفاقية إعادة الشراء قرضا بضمان الأوراق المالية المباعة حيث أن الثمن المدفوع مقابل الأوراق المالية يمثل قيمة القرض في حين أن الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء يمثل الفائدة الفعلية المدفوعة على المبلغ المقترض، وهي عادة منخفضة نسبيا بسبب قصر فترة القرض ووجود الضمان على شكل أوراق مالية. [20] ص 71

5.3.1.2.1. قرض فائض الاحتياط الإلزامي

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه. ولا تعد تلك القروض أوراقا مالية بالمعنى المفهوم. ذلك أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بالفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب. [23] ص 63

وعلى الرغم من أن اقتراض تلك الأموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة، بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي. إلا أن الواقع قد أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة أطول، وذلك عندما يضطر البنك لإقراض تلك الأموال لاستخدامها في الاستثمار، حينئذ يصبح لزاما عليه أن يطلب مدة فترة القرض يوما بيوم. هذا ويؤدي البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك المقرضة والبنوك

المقترضة. كما يمكن أن يكون الاتصال مباشرة بينها أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض. [23] ص 63-64

7.3.1.2.1. قرض الدولار الأوربي

يستخدم اصطلاح الدولار الأوربي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوربية.

وهي:"عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل، وتتمثل في الودائع بالدولار الأمريكي لدى البنوك خارج الولايات المتحدة، أو في البنوك الأجنبية داخل الولايات المتحدة. وتستطيع البنوك الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من البنوك الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع البنوك الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية. وأصبحت الودائع بالدولار الأمريكي تمثل مصدرا هاما للموارد المالية للبنوك الأمريكية." [24] ص 132

2.2.1. سوق رأس المال

تؤدي سوق رأس المال دورا بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية، وأن أحد رافدي هذه السوق هي سوق الأوراق المالية والتي تحتل موقعا مهما على خريطة الأسواق المالية.

سنتطرق من خلال هذا المطلب للنقاط الآتية:

- تعريف سوق رأس المال وخصائصها؛
- أقسام سوق رأس المال.

1.2.2.1. تعريف سوق رأس المال وخصائصها

إن فهم سوق رأس المال يقتضي تعريفها وذكر خصائصها كالآتي:

1.1.2.2.1. تعريف سوق رأس المال

تعرف سوق رأس المال بأنها:"هي المكان أو الميكانيكية التي يتم عن طريقها ومن خلالها خلق وتداول الأصول المالية طويلة الأجل. أي أن التعامل في هذه السوق يجري على رؤوس أموال طويلة الأجل(أطول من عام)." [24] ص 132

كما تعرف بأنها: " أسواق يتم التعامل بها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة مثل السندات أو التي لا استحقاق لها مثل الأسهم." [25] ص124

وعليه، تعد أسواق رأس المال مصدرا هاما للتمويل طويل الأجل، حيث يتم من خلالها انتقال رؤوس الأموال من فئة المدخرين إلى فئة المقترضين والمستثمرين لدعم عمليات التنمية الاقتصادية عموما.

2.1.2.2.1. خصائص سوق رأس المال

من الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق المالية، أن هذه السوق أقل اتساعا من السوق النقدية، لكنها أكثر تنظيما، حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة. أما أهم المؤسسات المالية التي تتعامل في هذا النوع من الأسواق بنوك التنمية الصناعية والبنوك العقارية، وبنوك الاستثمار، وصناديق الادخار والتأمين.

وتتمتاز أسواق رأس المال أيضا بأنها: [25] ص124-125

- أسواق للأدوات المالية طويلة الأجل.
- أسواق جملة وتجزئة في نفس الوقت، حيث تعقد فيها صفقات ضخمة وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم.
- المتعاملون في أسواق رأس المال هم الجمهور والشركات والبنوك والحكومة.

2.2.2.1. أقسام سوق رأس المال

تتم عملية التمويل في سوق رأس المال بأسلوبين أحدهما القروض المباشرة وتسمى أسواق الإقراض والآخر هو إصدار وتداول الأوراق المالية وتسمى سوق الأوراق المالية، حيث يتم عمليات التفاوض في النوع الأول بين المقرض والمقترض مباشرة لأنهما غالبا ما يكونا متعا رفين، بينما تتم الصفقات في النوع الثاني من خلال وسيط لأن طرفي الصفقة لا يعرفان بعضهما البعض.

بناء على ما سبق، تنقسم سوق رأس المال من حيث الأداة أو الوسيلة المستخدمة في التعامل إلى أسواق الإقراض المتوسطة وطويلة الأجل وأسواق الأوراق المالية.

1.2.2.2.1. سوق الإقراض المتوسطة وطويلة الأجل

تمثل القروض وسيلة مباشرة تتم عن طريق التفاوض المباشر، يتم من خلالها انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة من العقد المبرم بينهما. [26] ص 19

فهي تتعامل بالقروض العقارية، والقروض الاستهلاكية، وقروض البنوك التجارية، والقروض الزراعية، والقروض التنموية الأخرى، وهي قروض متوسطة وطويلة الأجل. وان المؤسسات التي تعمل في هذه الأسواق هي المؤسسات المالية الوسيطة وعلى رأسها البنوك التجارية.

تشمل أسواق الإقراض المتوسطة وطويلة الأجل التعامل في الأدوات التالية: [13] ص 60-61

- القروض المصرفية: وهي قروض تمنحها البنوك التجارية لأصحاب الأعمال أو الشركات وجمهور المستهلكين، كما أن القروض الاستهلاكية تمنح أيضا من قبل شركات التمويل ولا يوجد سوق ثانية لهذه القروض ولهذا فإنها أقل أدوات رأس المال سيولة.
- القروض العقارية: وهي القروض التي تمنح لأصحاب الأعمال والأفراد لأغراض شراء البيوت والأراضي والعقارات الأخرى، حيث تمثل هذه العقارات ضمان لهذه القروض، ويعتبر هذا السوق من أكبر أسواق هذا الدين. وتوجد بنوك ومؤسسات مختصة تتعامل مع هذا القطاع، كما أن البنوك التجارية تلعب دورا مهما في هذا المجال أيضا، بالإضافة إلى تقديمها قروض لأغراض زراعية وصناعية.
- القروض الزراعية والصناعية: حيث تتعامل مؤسسات وبنوك متخصصة مع هذين القطاعين إضافة إلى تعامل البنوك التجارية أيضا. فمثلا البنك الصناعي يمنح قروض متوسطة وطويلة الأجل غالبا لأغراض تمويل المشاريع الصناعية. كما أن مؤسسة الإقراض الزراعي أو البنك الزراعي يمنح قروض لأغراض تمويل المشاريع الزراعية بمختلف أشكالها.

2.2.2.2.1. سوق الأوراق المالية

تشكل سوق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية. يبرر دور هذه السوق كإحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أوراق مالية مختلفة.

وتمثل عمليات سوق الأوراق المالية الجانب الأكبر من المعاملات في سوق رأس المال في الدول المتقدمة لدرجة أن البعض ينظر إليها على أنها وحدها التي تمثل سوق رأس المال. ويتمثل مجال التعامل في هذه السوق بالأوراق المالية، وهي عبارة عن أوراق تصدر بواسطة مؤسسات أو الحكومة وممثلة بالأسهم والسندات وذلك عند إصدارها أو عند تداولها.

1.2.2.2.2.1. تعريف سوق الأوراق المالية

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها: "آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة و شراء، وتكمن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي." [26] ص 21

إن أسواق الأوراق المالية هي عبارة عن نظام يتم بموجبه التعامل بأدوات دين كالسندات وأدوات ملكية كالأسهم وهي ذات مدد استحقاق تزيد عن سنة. وتتصف هذه الأدوات بتقلبات كبيرة في أسعارها لذا تعتبر أكثر مخاطرة.

وتمثل سوق الأوراق المالية سوق مفتوحة غير شخصية، حيث لا يكون كل من المقرض والمقرض معروف كل منهما للآخر، ويتم التعامل من خلال الوساطة المالية.

2.2.2.2.2.1. خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بالخصائص الآتية: [7] ص 37-38

- أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين.
- التداول في سوق الأوراق المالية توفر المناخ الملائم، والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم.
- نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها يشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت.

- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.
- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.

1.3.2.2.2.1. مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى الأسواق الموالية: [26] ص 17

- أسواق حاضرة أو فورية؛
- أسواق آجلة.

1.3.2.2.2.1.1. الأسواق الحاضرة أو الفورية

يقصد بالأسواق الحاضرة أو الفورية الأسواق التي تتعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل (الأسهم، السندات) والتي يتم تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة. [27] ص 14

ويتم من خلالها تنفيذ التعاملات في الأوراق المالية خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق التسليم الفعلي للأوراق المالية وسداد ثمن الصفقة، والهدف الأساسي من العمليات العاجلة هو توظيف الأموال واستثمارها لتحقيق عائد دوري من الأوراق المشتراة، أو تحقيق عائد رأسمالي متمثل في الفرق بين شراء الأوراق المالية وسعر بيعها أو تدنية خسارة رأسمالية متوقعة في حالة البيع. [26] ص 19

أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال السوق الأولية أو السوق الثانوية، وهذه الأخيرة بدورها تقسم إلى سوق منظمة أو غير منظمة كما سيتضح فيما بعد. والأسواق المنظمة تقسم إلى سوق المستمرة وسوق استدعاء، كذلك فإن الأسواق غير المنظمة تقسم إلى السوق الثالثة والسوق الرابعة. وفيما يلي توضيح لمفهوم كل نوع من الأنواع سالف الذكر.

1.1.3.2.2.2.1.1. السوق الأولية (سوق الإصدار)

السوق الأولية هي سوق الإصدارات الجديدة بمعنى المكان أو المجال أين تكون الأوراق المالية تصدر لأول مرة. [28] ص 90

تختص هذه السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم وذلك من خلال زيادة رأسمالها. وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص. إذن ما هي إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات، وتنشأ لذلك علاقة بين مقدمي الأموال المكتتبين وبين تلك المشروعات. [29] ص 281

وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريق مباشر حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراداً أو مؤسسات مالية لكي تباع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها. وإما أن يتم ذلك بطريق غير مباشر وهو قيام مؤسسة متخصصة - عادة مؤسسة مالية- بإصدار هذه الأوراق، وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً. [29] ص 281

تتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية، وغير متكررة، وإذا رغب المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة بيع هذه الأسهم، فإن البائع للسهم في هذه الحالة مستثمر آخر غير الشركة التي أصدرت الأسهم لأول مرة، حيث تتم فيما تسمى بالسوق الثانوية.

وتمثل الأسواق الأولية الإضافة الحقيقية للاستثمارات لأن اقتناء الأدوات الصادرة عن المؤسسات المختلفة يعني مساهمة مباشرة في استثمار رؤوس أموال هذه المؤسسات سواء كان ذلك في شكل أسهم عادية أو ممتازة أو شكل سندات وبمصادرها المتباينة. ولذلك فالسوق الأولية هي سوق الاستثمار الحقيقي للشركة وسوق الاستثمار المالي للشخص الذي اشترى الورقة المالية.

تتعامل الأسواق الأولية بإحدى الطرق الآتية: [30] ص 61

- المزاد المفتوح حيث يرفع المستثمرون الأسعار.
- الاكتتاب بواسطة البنوك الاستثمارية أو المؤسسات الكبيرة التي تشتري الأدوات الصاعدة.
- الاكتتاب العام الذي يقوم خلاله المستثمرون بشراء الأدوات الصادرة مباشرة أو من خلال البنوك والشركات والمكاتب وذلك لقاء عمولات محددة قانوناً.

وتعكس الأسواق الأولية بشكل عام كلا من: [30] ص 61

- واقع التغييرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للاستثمارات.

- تطور الاستثمارات في الاقتصاد المعني.
- المناخ الاستثماري السائد في البلد.
- النظام السوقي المعتمد.

2.1.3.2.2.2.1. السوق الثانوية (سوق التداول)

يقصد بالسوق الثانوية هي سوق التداول حيث يتم التعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أول مرة في السوق الأولية بيعا وشراء أي أن لا يكون للمؤسسة المصدرة لهذه الأوراق المالية أي دورا في عملية التداول ولذلك فإن تغيرات تطراً على قيم هذه الأوراق المالية هي ناتجة عن ما تخلقه قوى العرض والطلب في هذه السوق. [8] ص 144

ويتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية المصدرة سابقا والتي تم تداولها في السوق الأولية، وتقوم هذه السوق بوظيفتين هامتين: [31] ص 15

- جعل بيع الأصول المالية سهلا: بمعنى أن السوق الثانوية تضيف صفة السيولة على الأصول المالية، وزيادة سيولة الأصول المالية يزيد الرغبة في اقتنائها، وبالتالي يجعل من السهل على الشركة المصدرة بيعها في السوق الأولية ومن ثم تسهيل تمويل الاستثمار الحقيقي.
- تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولية: فمن يقوم بشراء الورقة المالية في السوق الأولية سيدفع فقط السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده للورقة. فكلما كان سعر الورقة في السوق الثانوية مرتفعا. كان بإمكان الشركة المصدرة أن تحصل على سعر إصدار مرتفعا للورقة المالية، وهذا يزيد مقدار رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الشركة المصدرة فالظروف السائدة في السوق الثانوية توضح مدى ملائمة عملية الإصدار للشركة التي تصدر الورقة، ولهذا فإن سلوك السوق الثانوية أهم من سلوك السوق الأولية.

ويتم التداول في السوق الثانوية باستخدام أحد أسلوبين:

- أسلوب التفاوض وذلك من خلال تنظيم التقاء أوامر الشراء والبيع، بكيفية تكون أسعار التعاملات تعكس أكثر توازن السوق. [32] ص 12
- أسلوب المزاد العلني والذي يمكن من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع والمشتري.

وعليه، فإن السوق الثانوية تضمن الحركة والسيولة في الادخار من خلال الحفاظ على القدرة على إعادة تسييل الاستثمارات على كافة أنواعها أسهم وسندات، عبر حركة التداول للأدوات المالية بيع وشراء في أي لحظة وليس بالضرورة انتظار الاستحقاقات. أما متحصلات بيع الأوراق المالية تذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية وليس الشركات كما يحدث في السوق الأولية.

وتجدر الإشارة إلى أهمية سوق التداول ومدى تأثيرها على سوق الإصدار. كما أن سوق التداول تلعب دورا هاما بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة في سوق التداول تعتبر مرشدا لهذه الوحدات عند تسعير.

وينبغي الإشارة كذلك إلى أن هناك علاقة تأثير متبادل بين عمل السوقيين الأولية والثانوية أي أن عمل كل منهما يرتبط بدرجة ينجم عنه تطور واتساع عمل السوق الأولية، وأن تطور واتساع عمل السوق الأولية يعود إلى تطور واتساع عمل السوق الثانوية، نظرا لأن هذا التطور يتضمن التطور والتنوع والتوسع في الإصدارات الجديدة من خلال السوق الأولية والتي تتيح إمكانية التوسع والتطور في عمل الأسواق الثانوية التي تستخدم لاحقا الإصدارات هذه في تعاملاتها وبالتالي صعوبة الفصل بين عمل وتطور هذين السوقيين.

وتتكون أي سوق للأوراق المالية من شقين أساسيين هما السوق الأولية أي سوق الإصدار وسوق الثانوية أي سوق التداول، والسوق الثانوية تتضمن بدورها شكيلين هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة وهو ما سيتم توضيحه فيما سيأتي:

1.2.1.3.2.2.2.1. السوق المنظمة

يطلق عادة على المكان المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية اسم البورصة ويرجع هذا الاسم تاريخيا إلى مدينة بروك البلجيكية، حيث كان يجتمع المشتغلون بالتجارة في فندق منسوب إلى اسم صاحبه Van Du Bourse بقصد عقد الصفقات التجارية دون تقديم أو نقل البضائع. وتعتبر امستردام بهولندا هي أول سوق منظمة للأوراق المالية التي تليها أسواق أخرى في أوروبا الغربية أولها بورصة لندن، وتعد بورصة نيويورك أهم وأكبر الأسواق المالية العالمية. [33] ص 23

تعرف السوق المنظمة بأنها: "المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع و شراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنتظمة، وفقا لقوانين وقواعد تصفها الجهات الرقابية وتعرف أيضا باسم البورصة." [34] ص 24

وتعرف أيضا بأنها: "الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية والتعامل بها بيعا وشراء، والتي ينبغي أن تتوفر فيها الشروط المطلوبة في إطار اللوائح والأنظمة التي تنظم التعامل في هذه الأسواق، وكذلك التي تنظم عمل المؤسسات التي تشرف على التعامل من هذا، والجهات التي تتعامل فيها، والكيفية التي يتم بها هذا التعامل، وشروطه." [35] ص 42

بمعنى أن للبورصة مكانا محددًا يجتمع فيه المرخص لهم بالتعامل في الأوراق المالية بأنواعها المختلفة وخلال أوقات محددة. ويحكم التعامل في البورصة مجموعة من التشريعات والنظم والقواعد التي تهدف إلى تنظيم سلوك التعامل.

كما تقاس فعالية البورصة بعدة مقاييس أهمها: [36] ص 26-27

- مقياس السرعة التي تتم بها المعاملات.
- مقياس الدقة والصحة وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.
- مقياس الفعالية في رصد وتسجيل ونشر وإتاحة البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

يمكن تقسيم الأسواق المنظمة إلى الأسواق الموالية: [37] ص 71

- أسواق مركزية: ويقصد بالسوق المركزية تلك السوق التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الورقة. ومن الأمثلة على تلك البورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم.
- أسواق المناطق أو الأسواق المحلية: وهي تخص عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه.

كما يمكن تقسيم السوق المنظمة بدورها إلى: [15] ص 43-44

- سوق الاستدعاء: ويتم السماح بالتبادل في أوقات محددة فقط، وعند استدعاء ورقة معينة فإنه يتم الجمع بين الأفراد الراغبين في البيع وكذلك الراغبين في الشراء، وبعد ذلك يتم القيام بمزاد صريح يتم فيه إعلان الأسعار حتى تصل إلى نقطة أقرب مما يمكن إلى تساوي الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة.

ويمكن كبديل أن تسلم الأوامر إلى موظف ومختص ثم يقوم مسؤول من البورصة دوريا بتحديد السعر الذي يسمح بتداول أكبر عدد من أسهم الأوامر التي سبق تجميعها.

- السوق المستمرة: فإن التداول يمكن أن يحدث في أي وقت وعلى الرغم أنه يكفي تواجد المستثمرين في هذه الأوراق إلا أنها لن تكون بالفعالية المرغوب فيها بدون توافر الوسطاء الماليين.

فبدون الوسطاء الماليين في هذه الأسواق، فإن المستثمر الذي يرغب في الشراء أو البيع السريع للأسهم قد يجد نفسه مضطرا لإنفاق مبالغ كبيرة في البحث عن صفقات مناسبة، وإلا تعرض لمخاطر قبول استثمارات سيئة. حيث أن الأوامر في هذه السوق تأتي بصورة عشوائية، فإن الأسعار تكون متفاوتة إلى حد كبير لتوقفها على تدفق أوامر الشراء بالمقارنة بتدفق أوامر البيع مما ينتج عنه تقلبات في السعر.

1.2.2.2.2.1.3.2.1.2.2.1. السوق غير المنظمة

وفيهما تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة من خلال تجار ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض حيث أنه لا يوجد مكان مادي محدد للتعامل والذي يتم من خلال شبكة اتصالات، هذا ويوجد الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والذي يضم السماسرة والتجار العاملين في السوق غير المنظمة ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في هذه السوق، ومنح التراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم اختبارات معينة مؤهلة، كما أن هذا الاتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية وأحجام التعامل. [38] ص23-24

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق المنظمة وعلى الأخص السندات، ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق أضيق، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المقيدة في الأسواق المنظمة، ويعتبر كل تاجر بمثابة صانع سوق للأوراق المالية التي يرغب التعامل فيها. [37] ص76

ويؤخذ على الأسواق غير المنظمة أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث بسبب غياب مؤقت في التوازن بين العرض والطلب مثل هذا التوازن المفقود يمكن مواجهته في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها دخول المتخصصين بائعين أو مستثمرين،

وكذا إصدار قرار من إدارة البورصة بإيقاف التعامل في الورقة المعينة على أمل دخول مستثمرين إضافيين أو بائعين حسب الأحوال يعيد التوازن بين العرض والطلب. [37] ص 78

ويتضح مما سبق، أن هذه السوق تعتبر أسلوباً لأداء الصفقات أكثر منه مكان لعقد الصفقات، يتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، ويعتبر التجار بمثابة صناع السوق، وتشكل عملية التفاوض أساس آلية التسعير.

وإذا كانت السوق الثانوية أي التداول تتضمن بدورها شكلين هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة إلا أنه قد تضم هذه الأخيرة أسواقاً أخرى تعتبر جزءاً من هذه السوق وهي ما يطلق عليها السوق الثالثة والسوق الرابعة. ماذا يقصد بالسوق الثالثة؟ والسوق الرابعة؟

- السوق الثالثة: هي تمثل جزءاً من السوق غير المنظمة حيث تتكون من السماسرة غير الأعضاء، في السوق المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق استثمار المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها وتتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفة المعاملات وكذا سرعة تنفيذها. [39] ص 7-8

تشكل أعضاء بيوت السمسرة هذه عنصراً منافساً للأعضاء داخل السوق المنظمة، خاصة وأن العملاء في السوق غير المنظمة من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، ومن أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء- أي المؤسسات الاستثمارية- بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة وأيضاً إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سمسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالمية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة جداً. [40] ص 61

تجدر الإشارة، أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظمة.

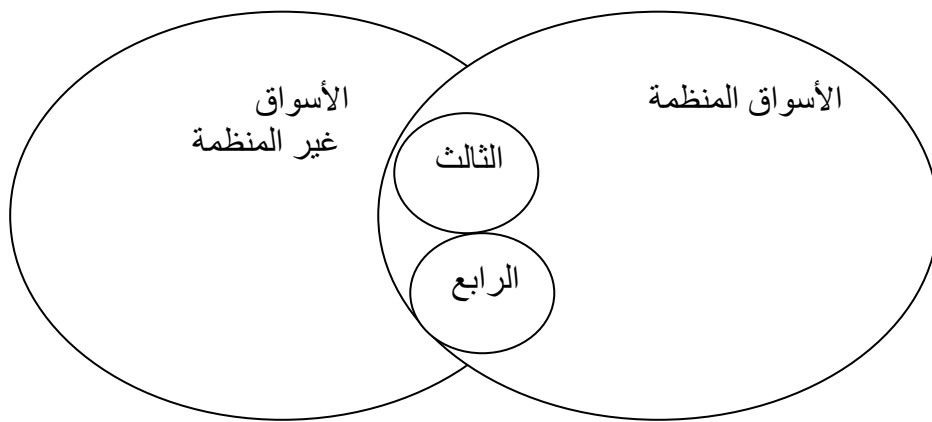
- السوق الرابعة: تتكون هذه السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة، تصنع هذه الأسواق للحد من

العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار، سمة السوق سرعة في إتمام الصفقة، وبكلفة أقل لذلك تعد هذه السوق منافسا للأسواق المنظمة، إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق. [21] ص 125

فهي سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة وأغنياء المستثمرين وبذلك يتجنبون التعامل مع السماسرة وتجار الأوراق المالية، وهذه السوق تقوم على شبكة اتصالات بين المستثمرين الكبار والذين يتعاملون في أحجام ضخمة من الأوراق المالية. [41] ص 77

وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذه السوق هي الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة، وفي هذه السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظمة أو خارجها.

والشكل الموالي يوضح مكونات السوق الثانوية والعلاقة التي تربط بينهما:



شكل رقم 04 : مكونات السوق الثانوية والعلاقة التي تربط بينهما [37] ص 81

يوضح الشكل أعلاه، العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة وبين كل من السوق الثالثة والسوق الرابعة، والتي تمثل في مجموعها مكونات السوق الثانوية، ويشير هذا التداخل إلى أن السوقيين الثالثة والرابعة هما جزء من السوق الثانوية وفي نفس الوقت هما أسواق غير منظمة ويمكنها التعامل في أوراق مالية متداولة في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.

2.3.2.2.2.1. الأسواق الآجلة

ويتم من خلال هذه الأسواق تنفيذ العمليات الآجلة للأوراق المالية. ويقصد بالعمليات الآجلة تلك العمليات التي يتم الاتفاق فيها على موعد محدد لتسليم الأوراق المالية محل التعامل وسداد القيمة. وفقا لهذا الاتفاق يقوم البائع والمشتري بتحديد نوع وعدد سعر الأوراق أو الصكوك المالية محل التعامل على أن يتم التسليم الفعلي للأوراق محل التعامل والوفاء بالثمن في تاريخ لاحق. وتأسيسا على ذلك يمكن القول أن ثمة فاصل زمني يفصل بين توقيت إبرام العقد وتنفيذه. [26] ص 18

وتهدف العمليات الآجلة إلى الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال الفترة التي تظل خلالها العملية قائمة. ويعتبر المشتري مضاربا على الصعود إذا ما توقع أن سعر الورقة المالية المعنية سوف يرتفع عندما يحن موعد التنفيذ. وعلى العكس مما سبق يعتبر البائع في العمليات الآجلة مضاربا على الهبوط باعتبار أنه يتوقع انخفاض سعر الورق المالية التي في حوزته عند حلول موعد تنفيذ العملية، حيث يقوم بشراء الورقة المالية التي سبق أن باعها من قبل، وتبعاً لذلك فهو يحقق أرباحاً إذا ما صدقت توقعاته. [26] ص 18

وتنقسم الأسواق الآجلة إلى ثلاث أسواق هي:

- أسواق الخيار؛
- أسواق العقود المستقبلية؛
- أسواق عقود المبادلات.

1.2.3.2.2.2.1. أسواق الخيار

بحيث يتم فيها تداول أوراق مالية تتضمن حق الخيار للمتعامل في أسواق الخيار هذه، وحق الخيار هذا قد يكون اختيار بيع، أو اختيار شراء، والذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد، سعر يتم الاتفاق عليه مسبقاً، إذ في هذه الحالة يكون متاحاً لصاحب حق الخيار تنفيذ عقد الخيار، أو عدم تنفيذه، ومقابل حصوله على حق الخيار هذا فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق ثمن يتمثل بمكافأة غير قابلة للرد. [35] ص 52

وتتشابه أسواق الخيارات مع الأسواق المستقبلية بأن التعامل فيها بين البائع والمشتري يكون بموجب عقود نظامية يتم الاتفاق بموجبها على استلام والتسليم حقوق الملكية في موعد لاحق وبسعر متفق عليه، أما في عقود الخيارات فيكون الاستلام والتسليم غير إلزامي أي اختياريًا خلال فترة العقد.

ولكن المشتري يكون ملزماً بدفع الفرق بين السعر المتفق عليه والسعر الفعلي في حالة انخفاض السعر، وبدفع البائع الفرق في حالة ارتفاع السعر ويتضح من ذلك بأن الغرض الرئيسي للتعامل في الأسواق المستقبلية وأسواق الخيارات هو ليس التمويل أو الحصول على الأموال من قبل الأشخاص أو الشركات وإنما لتغطية مخاطر تغير الأسعار أو أسعار الفائدة أو أسعار الصرف. [42] ص 120

1.2.2.3.2.2.2.2.1. أسواق العقود المستقبلية

وهي تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم. [40] ص 31

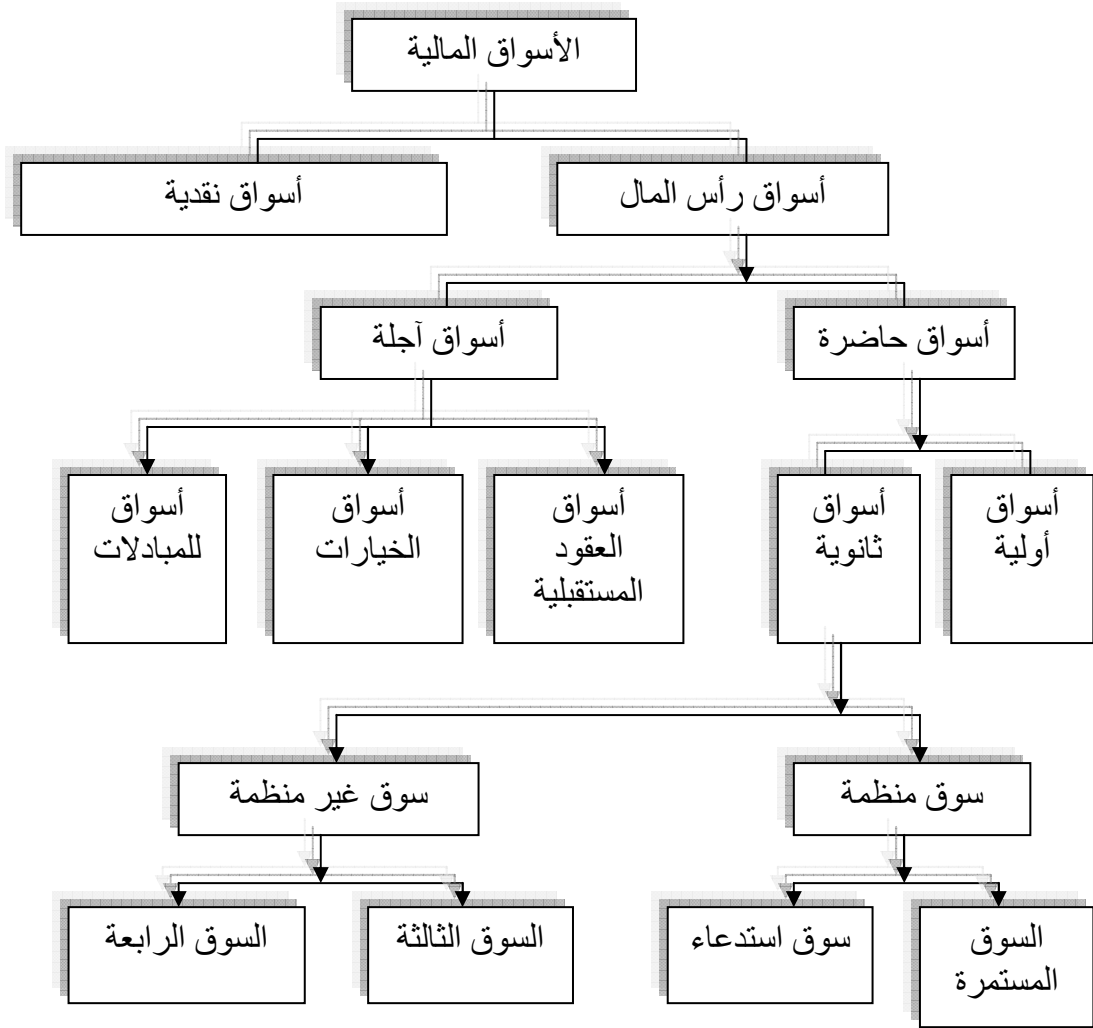
ويلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة هامش من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه بمثابة تأمين مالي يسمى بالتغطية، وذلك لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته تجاهه، ولحين حلول موعد التنفيذ. وتختلف نسبة التغطية حسب نوع العملية وشروط السوق.

1.3.2.3.2.2.2.2.1. أسواق عقود المبادلات

عقود المبادلة أو المقايضة فقد خرجت إلى حيز الوجود مع ظهور الأسواق المالية وتطورها واتساعها في العصر الحديث، وهي عقود تركز على مبادلة تدفق نقدي بأخر له شروط وخصائص مختلفة ومن أبرز أشكالها: عقود مبادلة العملات وعقود مبادلة معدلات الفائدة. [43] ص 242

يمكن تعريف عقد المبادلة أو المقايضة بأنه "التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليه عند التعاقد. إن الصفة الأساسية في عقد المقايضة هي مقايضة تيار من التدفقات النقدية بأخر". [25] ص 107

والشكل الموالي يوضح مختلف مكونات الأسواق المالية:



شكل رقم 05: مكونات الأسواق المالية [44] ص 19

وقبل أن نختم موضوع الأسواق المالية بأنواعها المختلفة لا بد من طرح السؤال الآتي: ماهي

القيم المتداولة؟

3.1. القيم المتداولة

يمكن تمييز القيم المتداولة - الأوراق المالية - عن الأوراق التجارية باعتبار أنها لا تهتم بتمويل دورة الاستغلال بل بالتمويل طويل الأجل [45] ص 1. حيث تعتبر الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الشركات خاصة الأسهم والسندات وهي السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في السوق المالية. ويمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل حق ملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل حق مديونية وهي السندات. أما الأسهم الممتازة فتصنف ضمن أوراق أموال الملكية، هذا بالإضافة إلى ظهور أصناف حديثة من قيم هجينة وأخرى مشتقة.

وعلى هذا الأساس، تم تقسيم المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- الأسهم؛

- السندات؛

- القيم المتداولة المهجنة والمشتقات المالية.

1.3.1. الأسهم

تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس مال في شركات المساهمة، إذ تشكل الأسهم أحد أصناف الأوراق المالية الهامة المتداولة في السوق المالية.

وفيما يلي نتناول بالشرح لأهم هذه الأدوات المتداولة في السوق المالية والتي تتمثل أساسا في الأسهم العادية والأسهم الممتازة مع عرض للاتجاهات الجديدة لهذه الأوراق المالية والمستنبطة من كل نوع منها.

1.1.3.1. تعريف الأسهم وخصائصها

فيما يلي سيتم توضيح تعريف وخصائص الأسهم:

1.1.1.3.1. تعريف الأسهم

يعرف السهم بأنه "قيم منقولة قابلة للتداول في السوق البورصية، مكون ورقة مالية مشاركة تمثل جزءا من رأس مال الاجتماعي لشركة معينة." [46] ص 57

1.1.1.1.3.1. القيم المختلفة للسهم

وللسهم قيم مختلفة هي: [47] ص 48-49

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي صدر بها السهم وجملة القيمة الاسمية تمثل رأس مال الشركة الذي يظهر بالميزانية العامة.
- القيمة السوقية: وهي قيمة السهم في السوق المالية وقد تكون أكثر من القيمة الاسمية أو تكون أقل منها وذلك حسب نقطة توازن العرض مع الطلب في السوق المالية.
- القيمة الحقيقية للسهم: وهي مقدار ما يخص السهم في صافي الأصول. ويقصد بصافي الأصول زيادة الأصول أي ممتلكات الشركة المختلفة والتي تظهر بالجانب الأيمن من الميزانية العامة والتي تمثل أيضا أوجه الاستثمار لموارد الشركة من رأس مال وموارد أخرى عن الخصوم أي التزامات الشركة. فخارج قسمة صافي الأصول التي تمثل ممتلكات الشركة الصافية على عدد الأسهم تكون النتيجة هي القيمة الحقيقية للسهم وهي تعادل القيمة التي يحصل عليها المساهم بفرض تصفية الشركة.

2-1- خصائص الأسهم

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم الخصائص ما يلي: [20] ص 78-79

1.2.1.1.3.1. خاصية القابلية للتداول

توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون حاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها وخاصية التداول وإن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة.

لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطا خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائيا، أو بعد توزيع نسبة مئوية محددة من أرباحها على المساهمين.

2.2.1.1.3.1. خاصية متساوية القيمة

يقصد بذلك أن إصدار الشركة للمساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى، إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر مثلا سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد مثل سند قيمته الاسمية 100 دينار وآخر قيمته الاسمية 1000 دينار.. الخ. بينما لا يمكن ذلك في الأسهم، هذا مع مراعاة أنه يمكن للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة إصدار هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية.

3.2.1.1.3.1. خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم

تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.

2.1.3.1. أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة:

- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار؛
- تقسيم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم؛
- تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها.

1.2.1.3.1. تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار

تقسيم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي: [20] ص 79-80

1.1.2.1.3.1. سهم لحامله

يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في السوق المالية، إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه. لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

2.1.2.1.3.1. السهم الاسمي

يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة. وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

3.1.2.1.3.1. السهم الاذني

يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن. وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

2.2.1.3.1. تقسيم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم

تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى: [48] ص 58

1.2.2.1.3.1. الأسهم النقدية

هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقدا، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.

2.2.2.1.3.1. الأسهم العينية

هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها بحصص عينية كعقار أو صافي موجودات مصنع أو متجر أو مخزن.

3.2.2.1.3.1. الأسهم المجانية

هي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى الرأس المال الأصلي، وبالتالي إن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال. ويتم توزيعها مجانا على المساهمين، حيث أن قيمتها قد سددها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.

3.2.1.3.1. تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

- الأسهم العادية؛

- الأسهم الممتازة.

1.3.2.1.3.1. الأسهم العادية

هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها. وتصدر الأسهم العادية غالباً على فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، إلا أن ذلك لا يمنع صدورها أحياناً في فئات متعددة بمزايا مختلفة. [20] ص 80

ويحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات وذلك في شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنوياً من قبل مجلس الإدارة وذلك في حدود القيود والشروط المحددة في العقد التأسيسي للشركة وبما يتماشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد، ويتقاضون الأرباح الموزعة إما نقداً أو في شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقها في الربح، كذلك في حالة إفلاس الشركة أو في حالة تسيير أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم من أصول الشركة باعتبارهم ملاكها فمثلاً يكفل لهم حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة في اجتماع الجمعية العمومية، كما يكفل لهم الحق في فحص دفاتر الشركة ويوكلون هذه المهمة عادة إلى مكتب لتدقيق الحسابات معين من قبل الهيئة العمومية. [20] ص 80

1.1.3.2.1.3.1. الحقوق التي يتمتع بها أصحاب الأسهم العادية

الأصل أن تكون الأسهم عادية ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالشركة استفادة في حالة نجاح الشركة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف تحملاً للضرر والمخاطرة في حالة فشل الشركة، ويتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق الموالية: [49] ص 183-185

- الحق في الإعلام.

- حق المشاركة في الأرباح.

- الحق في جزء من رأس المال و صافي الأصول عند التصفية.

- حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال.
- حق التنازل والتفاوض حول أسهمه.
- حق التصويت والمشاركة في الجمعية العامة.

2-1-3-2- أنواع جديدة من الأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التي سبق الإشارة إليها، ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع عديدة هي:

[15] ص 17-18

1.2.1.3.2.1.3.1. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

يكون للشركة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين.

2.2.1.3.2.1.3.1. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخضع قبل احتساب الضريبة. وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة يخضع التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة. كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

3.2.1.3.2.1.3.1. الأسهم العادية المضمونة

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على الشركة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطى لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، وفي هذه الحالة فإنه:

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم.
 - مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض. وعندئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء وبين السعر الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنه الشركة، أما إذا تجاوز الانخفاض الحد المشار إليه فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة، وباختصار لا يوجد حد أقصى للأرباح أما الخسائر فمحدودة.

2.3.2.1.3.1. الأسهم الممتازة

وهي أداة مالية وسط بين الأسهم العادية والسندات حيث أنها تشبه السندات في حصولها على عائد محدد يسمى توزيعات، وتشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تحقق الأرباح، ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز، حيث يحصل عليها في السنوات القادمة نظراً لأن الشركة المساهمة لا تستطيع توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إلا بعد إعطاء حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة. [50] ص 8

1.2.3.2.1.3.1. حقوق حملة الأسهم الممتازة

تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث إن حصول أصحابها على العائد يتوقف على وجود الأرباح وأيضاً اتخاذ القرار بتوزيعها، لكنها تختلف عنها في النقاط الآتية: [51] ص 85

- لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها.
- غالباً ما يضع نظام الشركة المصدرة حداً أقصى لمقدار ما يوزع من الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة.
- لا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم.
- تتمتع الأسهم الممتازة بالأولوية في استرداد قيمتها أو جزء من هذه القيمة في حال تصفية الشركة المصدرة.
- قد تكون الأسهم الممتازة من نوع "المجمعة الأرباح" وهذا يعني أنه عند تحقيق الشركة المصدرة لأرباح وعدم توزيعها فإن حصتها في هذه الأرباح لا تسقط في العام التالي. كما أن هذه الأسهم قد تكون غير مجمعة الأرباح أي أن حقها في الحصول على الأرباح عند تحقيقها وعدم توزيعها يسقط في الفترة المقبلة.

2.2.3.2.1.3.1. مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة

يمكن حصر مزايا التمويل بالأسهم الممتازة في النقاط الآتية: [15] ص 19-20

- الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها الأرباح.
- التوزيعات محددة بمقدار معين.
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة.
- إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمنشأة .

من بين أهم عيوب التمويل بالأسهم الممتازة ما يلي: [15] ص 20

- ارتفاع تكلفته نسبيا، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي.
- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين وبالتالي يطلبون عائد أعلى.

3.2.3.2.1.3.1. أنواع الأسهم الممتازة

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصا من حيث الأرباح أو القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع الآتية: [20] ص 81-84

1.3.2.3.2.1.3.1. الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح

وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، ذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة كما يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح.

وفقا لما سبق إذا حققت الشركة أرباحا في سنة من سنوات، ولكنها لم تعلن عن توزيعها أرباح على المساهمين لسبب من الأسباب، يحتفظ حامل السهم الممتاز مجمع الأرباح بحقه في الحصول على نصيبه من هذه الأرباح وذلك في العام المقبل إذا ما أعلنت الشركة عن توزيعها أرباح على المساهمين، كما يجب أن يعطي له حق الأولوية في تحصيل أرباحه قبل المساهمين العاديين.

1.3.1.2.3.2.3.2. الأسمم الممتازة المشاركة في الأرباح

يقصد بها تلك الفئة من الأسمم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى.

فمثلا إذا صدرت الأسمم الممتازة من هذا النوع بمعدل 10% فهذا يعني أنها إذا كانت من النوع المشارك ستمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح إذا ما تجاوزت نسبة توزيع الأرباح لحملة الأسمم العادية 10% هذا ويمكن لحق المشاركة في الأرباح أن يكون مطلقا غير محدد، كما يمكن أن يكون لهذا الحق حد أقصى فتكون المشاركة في هذه الحالة جزئية.

1.3.1.3.2.3.2.1. الأسمم الممتازة القابلة للتحويل

تعتبر قابلية تحويل السهم الممتاز إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطى لحامل هذا النوع من الأسمم. إذ تتيح أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسمم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق مكاسب رأسمالية.

1.3.1.4.3.2.3.2.1. الأسمم الممتازة القابلة للاستدعاء

يتم تصنيف الأسمم الممتازة وفقا لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة إلى قابلية للاستدعاء، وغير قابلة للاستدعاء، وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطى للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسمم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون الحق في إطفاء هذا السهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضا من الأموال يمكنها من تصنيف قاعدة المساهمين الممتازين لحساب

المساهمين العاديين وبالتالي تخفض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة من مخاطر الرفع المالي.

وغالبا ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مقترنا بشرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية وذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة.

4.2.3.2.1.3.1. اتجاهات جديدة في الأسهم الممتازة

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت. [15] ص 20-21

1.4.2.3.2.1.3.1. الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

للأسهم الممتازة توزيعات ثابتة، وتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزنة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل 03 شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5% من القيمة الاسمية للسهم.

2.4.2.3.2.1.3.1. الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

هي أسهم الممتازة التي تعطي كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي وقد سبق الإشارة إليها عند الأسهم العادية المضمونة.

بناء على ما سبق، فإن الأسهم الممتازة تجمع بين خواص السهم العادي، وخواص السند، فهي كالأسهم العادية أداة ملكية غير محددة الأجل، لكنها تشبه السند في أنها أداة من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت وتوفر لحاملها عنصر الأمان الذي يوفره السند ولو بدرجة أقل.

2.3.1. السندات

يعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ الدولة أو المؤسسات إليه قصد الحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق السوق المالية.

وعلى هذا الأساس، تم تقسيم هذا المطلب إلى المحورين الآتيين:

- تعريف السندات وخصائصها؛

- أنواع السندات.

1.2.3.1 تعريف السندات وخصائصها

فيما يلي سيتم توضيح تعريف وخصائص السند ومزاياه:

1.1.2.3.1 تعريف السندات

يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات من ذات الإصدار حقوقاً متساوية لحاملها في مواجهة الشركة. [52] ص 24

وعلى عكس الأسهم التي لا يمكن إصدارها إلا من طرف شركات الأموال، فإن السندات يمكن إصدارها من طرف جماعات ذات قوانين أساسية مختلفة: [53] ص 14

- الدولة أو لا بالنسبة لإصدارات الخزينة العمومية؛

- الجماعات التابعة للقطاع العام أو شبه العام : جهوي، مقاطعة، مؤسسة عمومية،... الخ؛

- شركات الأموال التابعة للقطاع الخاص.

2.1.2.3.1 خصائص السندات

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص هي: [54] ص 37-38

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.

- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم ترباح.

- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله بيعه للغير.
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجارية في السوق النقدية.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

3.1.2.3.1. مزايا السندات

عادة ما يفضل المستثمرون شراء سندات ذات العائد الثابت على الأسهم العادية لعدة أسباب أهمها أنها تمنحهم عائدا مستقرا فمعدل الفائدة الاسمي المحدد بالسند والذي يلزم مصدر السند لا يتغير بغض النظر عن التغيرات في معدل الفائدة في أي قطاعات أخرى من النظام المالي. كذلك فإن للسندات أولوية في السداد عن الأسهم في حالة الإفلاس، ولا بد من الدفع لحامل السند باعتباره دائن عند تصفية الشركة قبل توزيع الأصول الباقية بين حملة الأسهم. [55] ص 453

أما بالنسبة للشركات فإنها قد تفضل إصدار السندات على الأسهم، لأن السندات لا تعطي حملة السندات حق التدخل في إدارة الشركة أو اختيار مجلس إدارتها أو التصويت على قراراتها على عكس حملة الأسهم.

وبالرغم من ذلك فإن الأسهم تنمح أحسن حماية ضد التضخم على عكس السندات. [56] ص 31

4.1.2.3.1. مقارنة بين السند والسهم

بناء على ما سبق ذكره، يلخص الجدول أدناه أهم الفروق بين السهم والسند:

الجدول رقم 01 : مقارنة بين السهم والسند [57] ص 272

السند	السهم
<ul style="list-style-type: none"> - دين على الشركة. - حامل السند دائن للشركة بقيمة السند. - ربح السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة. - حامل السند ليس له الحق في الإدارة. - حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل. - حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو حالة التصفية. 	<ul style="list-style-type: none"> - جزء من رأس مال الشركة. - حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأسماله. - ربح السهم متغير حسب متاجرة الشركة، وقد يكون هناك خسارة. - حامل السهم له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية. - حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة، أو عند تصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده فهو قابل للزيادة أو النقصان. - عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون.

2.2.3.1. أنواع السندات

تمت دراسة أنواع السندات على النحو الموالي:

- تقسيم السندات حسب خصائصها المختلفة؛

- اتجاهات جديدة في السندات.

1.2.2.3.1. تقسيم السندات حسب خصائصها المختلفة

هذا وتوجد تقسيمات للسندات حسب خصائص مختلفة على النحو الآتي: [39] ص 15-16

- هناك سندات أجل استحقاقها أقل من خمس سنوات وسندات متوسطة الأجل استحقاقها بين خمس وعشر سنوات وسندات طويلة الأجل استحقاقها بين عشر وعشرين سنة أو أكثر.
- هناك سندات غير مضمونة وهناك سندات مضمونة بأصول معينة تسمى سندات رهن.
- هناك سندات عادية تحصل على الفوائد بغض النظر عن أداء الشركة، وهناك سندات دخل لا تحصل على الفوائد إلا إذا بلغ دخل الشركة مستوى معين.
- هناك سندات غير قابلة للاستدعاء وهناك سندات قابلة للاستدعاء، حيث يحق للشركة استرداد السندات قبل تاريخ استحقاقها وإعطاء المستثمرين أموالهم.
- هناك سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وهناك سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعنى أنه يحق لحامل السند بعد مدة محددة أن يحول السند إلى سهم عادي بسعر تحويل محدد مسبقاً.
- هناك سندات يتم سدادها على أقساط دورية حيث يشتمل كل قسط على جزء من أصل قيمة السند والجزء الآخر فوائد، وهناك سندات يتم ردها مرة واحدة من خلال مبالغ يتم تجميعها دورياً في حساب يسمى صندوق رد السندات.

2.2.2.3.1. اتجاهات جديدة في السندات

إضافة إلى ما سبق ظهرت اتجاهات جديدة في السندات يمكن تلخيصها على النحو التالي:

[15] ص 21-22

1.2.2.2.3.1. سندات لا تحمل معدل كوبون

تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

2.2.2.2.3.1. سندات ذات معدل فائدة متحركة

وهو نوع استحدث في بداية الثمانينيات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات. وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة شهور بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

3.2.2.2.3.1. السندات ذات الدخل

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً. ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد على سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.

4.2.2.2.3.1. السندات الرديئة (متواضعة الجودة)

استحدثت في الثمانينيات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالشركة التي يديرونها. وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق. وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفاً بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً ليعوض تلك المخاطر.

5.2.2.2.3.1. سندات المشاركة

تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح.

3.2.3.1. أدوات أخرى

وتتمثل الأدوات الأخرى فيما يلي: [15] ص 22-23

- الأوراق المالية القابلة للتحويل؛
- صكوك الشراء اللاحقة.

1.3.2.3.1. الأوراق المالية القابلة للتحويل

وتتمثل هذه الأوراق في السندات والأسهم الممتازة التي تصدرها الشركة وتعطي الحق لحاملها اختيارياً لتحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية، وإضافة هذا الحق عند إصدار هذه الأوراق يشجع المستثمرين على الاكتتاب فيها وخاصة المستثمر الذي يتجنب المخاطر فهذه الأوراق تحقق له ميزتين أساسيتين:

- الحصول على معدل عائد ثابت بمجرد شراء هذه الأوراق (معدل الفائدة على السندات أو قيمة الكوبون كعائد للسهم الممتاز).

- التمتع بالمشاركة في نمو وازدهار الشركة في المستقبل عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية في أي وقت يختاره.

2.3.2.3.1. صكوك الشراء اللاحقة

وهي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المدخرين للاستثمار في الأسهم العادية. وهي عبارة عن صك يقوم المستثمر بشراؤه وهذا الصك يكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية. وهذه الصكوك توفر الأمان والحماية للمستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

والشكل الموالي يشمل مختلف الأنواع السابقة الذكر:

3.3.1. القيم المتداولة المهجنة والمشتقات المالية

انتشرت هذه الأدوات في السنوات الأخيرة وأخذت أشكالاً متعددة، وكان الغرض منها أساساً جلب الادخار من جميع شرائح المجتمع وحماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر. ومن أبرز هذه الأدوات عقود الخيار، عقود المستقبل، عقود المبادلة وهو ما سيتم توضيحه على النحو التالي:

- القيم المتداولة المهجنة؛
- المشتقات المالية؛

1.3.3.1. القيم المتداولة المهجنة

وهي تلك القيم التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق ملكية والسندات التي تمثل حق دائنية، وأهم أنواعها هي: [19] ص 34-35

1.1.3.3.1. سندات المساهمة

وهي سندات تصدر عن شركات مساهمة خاصة أو عامة، وتعتبر ديون أبدية وبمثابة أموال شبه خاصة، حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت والآخر متغير حسب نشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له، ولا يوجد له تاريخ استحقاق.

2.1.3.3.1. شهادات الاستثمار

وهي أسهم عادية دون حق التصويت حيث يتمتع صاحبها كغيره بمجموعة من الحقوق كحقه في التوزيعات، حقه في أخذ نصيبه في حالة إجراء عملية تصفية للمؤسسة المصدرة.

وهنا نشير إلى أن السهم العادي يمكن تقسيمه إلى شهادة استثمار والتي هي جزء من السهم العادي فاقد حق التصويت، وكذا شهادة حق التصويت والتي تعود ملكيتها إلى أصحاب الأسهم العادية بالمؤسسة.

ويقوم بإصدار شهادات الاستثمار كل من مؤسسات القطاع العام والخاص وذلك بهدف توفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها ومن مراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الاستثمار.

2.3.3.1. المشتقات المالية

لم تكن الأدوات المالية التقليدية التي يجري التعامل عليها في الأسواق المالية نهاية المطاف في عالم التمويل والاستثمار، فثمة أدوات مالية جديدة قدمها الفكر الرأسمالي المعاصر لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية، وإنما كانت ثورة في صيغ وأساليب التعامل في تلك الأسواق، وتمثل من وجهة نظر مراكز البحث والابتكار حلاً لإبداعية لمشاكل التمويل، والتحوط في بيئة تزداد فيها المخاطر وعدم اليقين. [58] ص 145

والمشتقات المالية هي [17] ص 124-125: عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد (أسهم، سندات... الخ) وبالتالي، فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد ويجري تسويتها في تاريخ مستقبلي، يترتب عليها تكلفة، لكنها تعطي في الوقت نفسه فرصة لتحقيق عائد أو تجاوز مخاطر. ويتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب الآتية:

- الاتفاق على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- وقت سريان العقد.
- تحديد الشيء محل التعاقد الذي قد يكون: سعر الفائدة، سعر ورقة مالية... الخ.

وفي ضوء التحليل السابق، فإن المستثمرين في أسواق المشتقات المالية يتدرجون تحت الشرائح الآتية: [17] ص 125-126

- المتحوظون، حيث تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذ أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، ولكن ذلك لا يعني ضمان كامل.
- المضاربون، إذ تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية، من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربيين.
- المراجعون وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هنالك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذا تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق ربح عديم المخاطر، ومعظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل في هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.

وسيتم تناول أهم أنواع المشتقات المالية في الأسواق المالية بشكل عام فيما يلي:

1.2.3.3.1. أنواع المشتقات المالية

تتعدد المشتقات المالية لكن أكثرها تداولاً في الأسواق المالية ثلاث هي:

1.1.2.3.3.1. عقود الخيار

تمثل عقود الخيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها. وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شراءها أو بيعها في المستقبل.

1.1.1.2.3.3.1. تعريف عقود الخيار

يتمثل عقد الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع أو محرر الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أصلاً معينا وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق. وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول المشتري بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني. [20] ص 256

وعقد الخيار قد يكون عقد خيار شراء أو عقد خيار بيع. ويعطي العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة (الخيار الأمريكي)، و تاريخ محدد (الخيار الأوربي) بسعر متفق عليه مقدماً. ونظراً لأن لمشتري الخيار الحق في تنفيذ عقد الخيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق (محرر الخيار) مكافأة غير قابلة للرد، تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزء من قيمة العقد، إذ تمثل قيمة شراء حق الخيار. [37] ص 605

إن عقد الخيار ينظر إليه في حد ذاته باعتباره أداة أو ورقة مالية يتم تداولها في السوق المالية ويتأرجح سعرها صعوداً وهبوطاً مع أي تقلب في القيمة السوقية للأصل أو الالتزام المشتقة منه، ومن هنا يتم استخدامه بكثافة في عمليات التحوط أو المضاربة. [43] ص 224

بناء على ذلك، يمكن الاستنتاج ما يلي:

- الاختلاف في توقعات الأطراف المتعاملة في عقود الخيار هي السبب وراء إبرام هذه العقود بيعاً وشراءً، أو أن التوقعات المتضاربة تعد أساساً في إنشاء خيار البيع أو الشراء.
- تسمى هذه العقود حقوق الخيار نظراً لأنها تعطي المشتري العقد الحق وليس إلزاماً في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.
- التنفيذ لا يعني حتماً تسليم واستلام الأصل موضوع التعاقد بل قد يتحقق ذلك من خلال حساب الفروقات المالية الناجمة عن التنفيذ دون الحاجة إلى التسليم والاستلام.

2.1.1.2.3.3.1. أركان عقود الخيار

أركان عقد الخيار هي: [59] ص 311-312

- مشتري الحق وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق الخيار هو حق خيار بيع أو خيار شراء، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الخيار.
- محرر الحق وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.
- سعر التنفيذ وهو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق.
- سعر السوق وهو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.
- تاريخ التنفيذ وهو تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادة أول يوم لسريان الاتفاق.
- تاريخ الانتهاء وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق. وهذا التاريخ هو آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوربي أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد وفقاً للخيار الأمريكي.
- المكافأة وهو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

2.1.2.3.3.1. العقود المستقبلية

ويعد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل تلك العقود.

1.2.1.2.3.3.1. مفهوم العقود المستقبلية

العقد المستقبلي هو التزام نمطي لبيع وإما لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل ومن هنا جاء تعبير المستقبلي لوصف العقد. [25] ص 97

ويشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق.

ويمكن التمييز بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية على النحو الموالي: [60] ص 404

- العقود المستقبلية يتم تداولها في أسواق منظمة.
- العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر.
- تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوت للتسوية (المقاصة) وذلك لضمان تنفيذ الصفقات.
- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار وكذلك إجراء تسوية يومية للسعر.

2.2.1.2.3.3.1. أركان العقود المستقبلية

أركان العقود المستقبلية هي: [60] ص 407

- السعر في المستقبل وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
- تاريخ التسليم أو التسوية وهو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
- محل العقد ويقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات.. الخ.

- مشتري العقد وهو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني البائع في التاريخ المحدد في المستقبل.

- بائع العقد وهو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول المشتري في التاريخ المحدد في المستقبل.

من خلال ما سبق يمكن توضيح ما يلي:

- على عكس عقود الخيار التي يكون فيها تنفيذ العقد اختياري من قبل المشتري، فإن تنفيذ العقود المستقبلية إلزامي لطرفيه.

- فالعقود الآجلة لا تختلف جوهريا عن العقود المستقبلية، فالاختلافات غير جوهرية، من أهمها أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة نمطية تتداول في سوق منظمة.

3.1.2.3.3.1. عقود المبادلة

تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة من أكثر هذه الأدوات استخداما.

وتعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية،...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

[61]ص401

كما يمكن تعريفه بأنه " اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية) لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية...الخ). " [17] ص137

وعليه، فهي عقود تركز على مبادلة تدفق نقدي بأخر له شروط وخصائص مختلفة ومن أبرز أشكالها. عقود مبادلة العملات وعقود مبادلة معدلات الفائدة.

خلاصة الفصل الأول

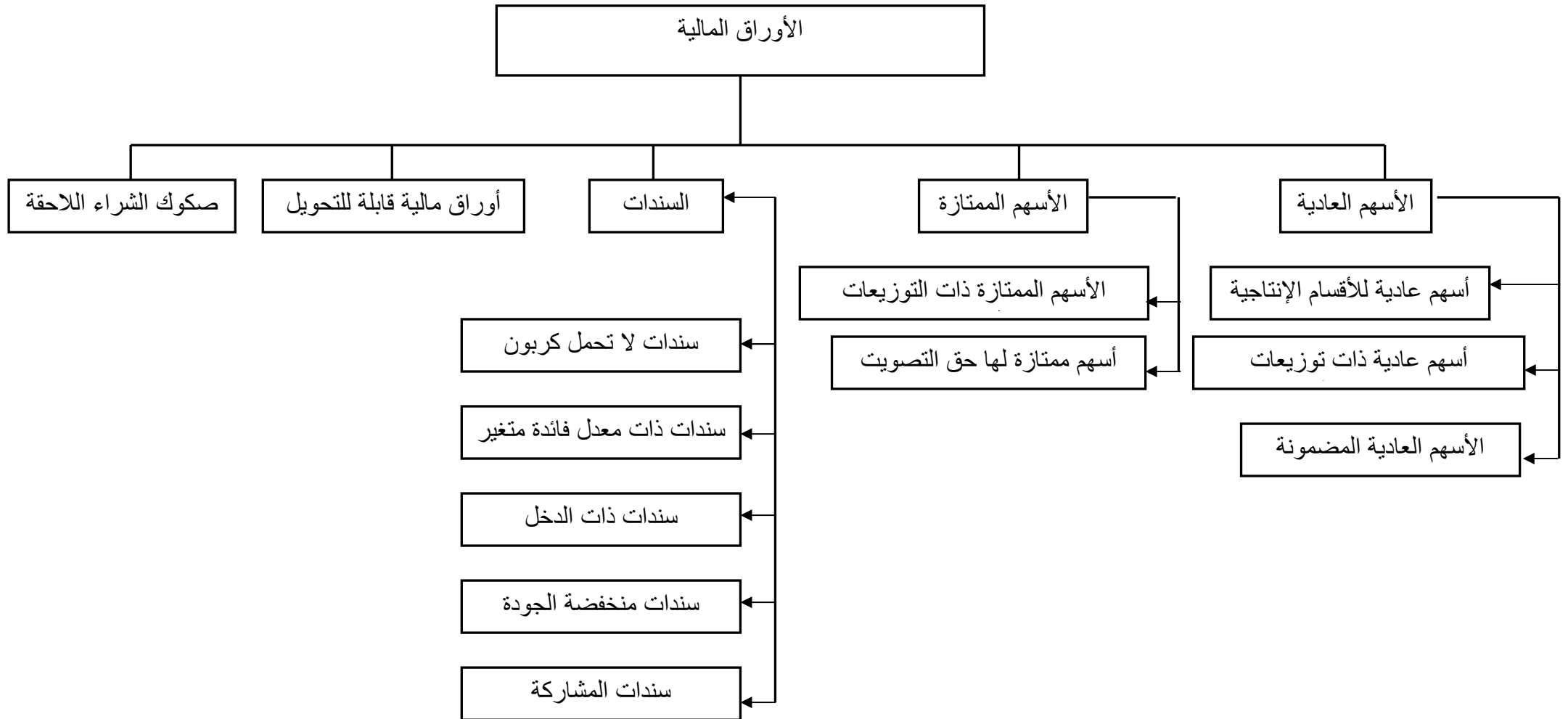
فالسوق المالية نعني بها هنا السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، ولم يعد الإطار المكاني شرطا ضروريا لوجودها، بل يكفي وسيلة اتصال فعالة لقيامها. وتتضح أهمية السوق المالية في العمل كحلقة وصل بين الادخار والاستثمار وتؤدي الأسواق المالية عددا من الوظائف وبالرغم من تعدد وتنوع الوظائف إلا أنه يمكن تجميعها في تخصيص الموارد على أفضل استخدامات وتوجيهها نحو التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

يعتبر سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل، وتعد أسواق رأس المال مصدرا هاما للتمويل طويل الأجل لدعم عمليات التنمية الاقتصادية، وان أحد رافدي هذه السوق هي سوق الأوراق المالية. وأي سوق للأوراق المالية سواء كان التعامل في هذه الأوراق يتم في الحال أو في فترة لاحقة، لا بد أن يتكون من شقين أساسيين هما السوق الأولية أي سوق الإصدار وسوق الثانوية أي سوق التداول.

وإذا كانت السوق الثانوية أي التداول تتضمن بدورها شكلين هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة إلا أنه قد تضم إلى جانب ذلك أسواقا أخرى تعتبر جزء من هذه السوق وهي ما يطلق عليها السوق الثالثة والسوق الرابعة. ومما سبق يستنتج أن السوق الأولية والسوق الثانوية مرتبطان معا ارتباطا وثيقا وبالتالي صعوبة الفصل بين عمل وتطور السوقين.

وتعتبر الأوراق المالية، لاسيما الأسهم والسندات من مصادر التمويل طويلة الأجل، ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق، فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل حق ملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات. أما الأسهم الممتازة فتعتبر خليط من الأسهم العادية والسندات وإن كانت تصنف ضمن أوراق أموال الملكية.

ولم تكن الأدوات المالية التقليدية نهاية المطاف في عالم التمويل والاستثمار، فقد انتشرت أدوات أخرى مستحدثة في السنوات الأخيرة وأخذت أشكالا متعددة، وكان الغرض منها أساسا حماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر، ومن أبرز هذه الأدوات القيم المهجنة، عقود الخيار، عقود المستقبل، عقود المبادلة. ولكي تقوم السوق المالية بوظائفها على أفضل وجه تتطلب وجود فئات متخصصة ومجموعة من الشروط الأساسية، كما يجب أن تتصف بالكفاءة وهذا ما سيتم تناوله في الفصل الموالي.



شكل رقم 06 : الأوراق المالية [40] ص 37

الفصل 2

آليات تنظيم وسير الأسواق المالية وشروط قيامها

توجد العديد من الجهات التي تتعامل في الأسواق المالية، أي التي تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية، ومن خلال هذه الفئات تتم عملية انسياب الأموال ممن يملكون ويرغبون في استثمارها إلى من هم بحاجة لهذه الأموال. وهناك العديد من أنواع أوامر الشراء والبيع يمكن للمستثمر أن يستخدمها أثناء تعامله في هذه السوق.

ولا تنشأ السوق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصور قرار من السلطات المختصة، ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية. كما تقوم السوق المالية بمهمة أساسية في تخصيص وحشد الموارد نحو الاستثمارات المنتجة، وهي بهذا تمثل قناة تضمن تمويل الاستثمارات وآلية لتسويق وتسعير الأوراق المالية وتأسيسا على ذلك ولكي تقوم السوق بوظائفها على أفضل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة.

ومثل غيرها من المؤسسات المالية، فإن الأسواق المالية تتفاوت فيما بينها من ناحية الكفاءة وذلك تبعاً لتفاوت الأسواق من ناحية قدرتها في تقديم البيانات والمعلومات المالية التي تعد القاعدة الأساسية للعملية الاستثمارية في الأوراق المالية، وأن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين البيانات المتعلقة بالمشروع الذي قام بإصدار هذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة.

ويهدف هذا الفصل إلى التعريف بالأركان الأساسية التي يتطلبها إنشاء سوق مالية نظامية وقوية، تساعد على توفير السيولة المطلوبة لتحقيق النمو الاقتصادي المرغوب.

وبناء على ما سبق، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- هيكلية وتنظيم السوق المالية؛
- شروط قيام السوق المالية؛
- كفاءة السوق المالية وسيولتها.

1.2. هيكله وتنظيم السوق المالية

الأداء الجيد والمنتظم للأسواق المالية يتطلب وجود عدد من المؤسسات المالية بما فيها بيوت السمسة والبنوك الاستثمارية والبورصات المنظمة إضافة إلى وجود تعليمات وقوانين تسهل عمل هذه المؤسسات. ولدراسة تأثير الأسواق المالية على الاقتصاد لابد من معرفة وفهم الهيكل التنظيمي لها وكيفية عملها.

وعلى هذا الأساس، تم تقسيم البحث على النحو التالي:

- الهيئات والأطراف المتدخلة في السوق المالية؛
- عمليات السوق المالية؛
- الأوامر وتنفيذها.

1.1.2. الهيئات والأطراف المتدخلة في السوق المالية

ينطوي هذا المطلب على العناصر الآتية:

- إدارة السوق المالية؛
- أعضاء السوق المالية؛
- المتعاملون في السوق المالية.

1.1.1.2. إدارة السوق المالية

يتكون النظام الداخلي للسوق المالية من عدة عناصر أهمها: [62] ص 33-34

- لجنة السوق المالية وتتكون بوجه عام من سبعة عشر عضواً، ويوكل إليها وضع الإجراءات اللازمة لضمان سير عمل السوق وممارسة الأعمال المتعلقة بالرقابة على سلوك الأعضاء، كما يمكنها تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة تحكيمية إذ اقتضت الضرورة، مع ترك هامش بين الحد الأدنى والأقصى.
- الجمعية العمومية والتي تعقد اجتماعات سنوية تقرر خلالها اتجاهات السوق وتصديق الميزانيات والحسابات الأخرى.
- هيئة التحكيم وهي التي تنظر في المنازعات التي قد تحدث بين أعضاء السوق المالية والفاعلين الحقيقيين فيها من عملاء اقتصاديين وسماسرة وغيرهم.

ويضاف إلى هذه العناصر مجلس تأديبي ينظر في المخالفات ويرفع تقريره إلى الجهات المختصة ومندوب تفرزه الحكومة لمراقبة وتتبع تطبيق القوانين ويحق له حضور كل الجلسات الخاصة بلجنة السوق والجمعية العمومية وهيئات التحكيم.

2.1.1.2. أعضاء السوق المالية

هناك أنواع مختلفة من الأعضاء الذين يعملون بالسوق المالية، مع العلم بأنه لا يتم الحصول على العضوية إلا بعد اجتياز اختبارات معينة مؤهلة وتوفر شروط معينة تحددها الجهات الرقابية، كما أن كل نوع من الأعضاء يدفع رسوم معينة للعضوية ومن أهم أنواع الأعضاء العاملين بالسوق المالية: [39] ص 9-11

- السماسرة وهم الذين يتوسطون بين البائعين والمشتريين ويسهلون التعامل مقابل عمولة محددة بالقانون والسماسرة يمثلون الجزء الأكبر من أعضاء السوق المالية وعادة ما يتخذون شكل شركات مساهمة بحد أدنى من رأس المال.

- تجار الأوراق المالية وهم اللذين يشترون الأوراق المالية لحسابهم ثم يعيدون بيعها لتحقيق أرباح من فرق سعر الشراء وسعر البيع، وعادة يحتفظون بمخزون من الأوراق المالية، كما أنه قد يطلق عليهم ضمن آخرين صناع السوق لأنهم يؤثرون على العرض والطلب ومن ثم على الأسعار، هذا وقد يجمع بعض أعضاء السوق المالية بين صفة السماسرة والتجار.

- سماسرة الصالة وهم سماسرة يدفعون رسوم العضوية من أموالهم ولا ينتمون لأية شركة من شركات السمسرة وينفذون الأوامر في حالة التعامل لمن يطلب منهم من شركات السمسرة التي تكون لديها ضغوط عمل كبيرة في وقت ذروة نشاط السوق ولذا يطلق على هؤلاء السماسرة أحيانا سماسرة السماسرة ويحصلون على جزء من العمولة ومن أهم إضافاتهم أنهم يحدون من حدوث اختناقات في وقت ذروة نشاط السوق.

- تجار الصالة وهم تجار مسجلون بالسوق المالية ويدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة ولكنهم يقومون بالبيع والشراء لحساب أنفسهم وهدفهم اغتنام فرص الربح من فروق أسعار الشراء والبيع ولذا يطلق عليهم أحيانا ضمن آخرين المضاربون.

- المتخصصون وهم أعضاء السوق المالية الذين يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة معينة أو عدد محدد من الأوراق المالية، هذا وإذا تخصص أحدهم في ورقة مالية معينة فلا يجوز لغيره أن يتعامل في نفس الورقة، حيث ان المتخصص في ورقة معينة هو محتكر لها وهو وحده الذي يمكنه الاطلاع على الأوامر المحددة المتعلقة بتلك الورقة، وعادة ما يجمع المتخصصون بين نشاط السمسرة (الوساطة مقابل

عمولة) وبين نشاط التجارة (بيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم) ويلعب المتخصصون دورا هاما في السوق المالية مؤداه المساعدة على استقرار التعامل داخل السوق حيث انه في حالة زيادة العرض على الطلب بالنسبة لورقة مالية معينة يقوم المتخصصون بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين والعكس صحيح.

3.1.1.2. المتعاملون في السوق المالية

توجد العديد من الجهات التي تتعامل في الأسواق المالية، أي التي تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية من أجل الحصول على عائد نتيجة هذا التعامل، إضافة إلى توفير الموارد التمويلية لجهات العجز في الاقتصاد من خلال هذه الأسواق المالية، وأهم المتعاملين في الأسواق المالية ما يلي:

1.3.1.1.2. 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 التخطيط لعمليات البيع والشراء إلى أربع مجموعات رئيسية وهي: [38] ص 35-36

- المضاربون المحترفون، حيث تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمناخ تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤات باتجاهات السوق لتخطيط عملياته ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق وهذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

- المضاربون الهواة، حيث تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، والتي تتطلب إتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة خسائر.

- المتآمرون وتهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العادية، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم. ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار الأسهم بالسوق.

- المستثمرون، حيث هناك نوعان من المستثمرين، المستثمر الداخلي والمستثمر العادي، ويهدف المستثمر الداخلي إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كافي من الأسهم ويكون هدف

الربح في المرتبة الثانية أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

2.3.1.1.2. تصنيف المتعاملون إلى عارضين، طالبين ووسطاء

ومن أجل الإلمام أكثر، سيتم توضيح ذلك على النحو الآتي: [63] ص 401-410

1.2.3.1.1.2. الطالبون لرؤوس الأموال

ويتمثل ذلك في البنوك وشركات التامين، وصناديق الإيداع والادخار، والنقابات والجمعيات (التعاونية وغيرها) وشركات التوظيف والاستثمار، وصناديق الاستثمار وهي شركات من أهم وظائفها توظيف أموالها وأموال عملائها في السوق المالية.

وجميع هذه الادخارات والتي تسعى إلى التوظيف أو الطلب على رأس المال، تكون الادخار الجماعي أو الطلب على رأس المال من قبل المؤسسات سائلة الذكر والتي ترغب في التوظيف الاستثماري وهو يفضل عن التوظيف الفردي للأسباب الآتية:

- فهو يحرك السوق وينعشه.
- يجمع ويعبأ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منظمة.
- كما يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة أو ثابتة أو مستمرة.
- كما أنه يعوض الأفراد عن نقص خبراتهم ومعلوماتهم ويقلل من المخاطر بحيث أن هذه الشركات لها خبرة بالسوق والتوظيفات المناسبة.

أما النوعية الثانية من الطلب على رأس المال أو الرغبة في التوظيف، فهي تتمثل في الادخار الفردي وهو قليل ومتناثر وغير متجانس ولكنه يمثل أو يعبر عن ديمقراطية النظام الاقتصادي ومدى انتشار الملكية الخاصة في الدول الرأسمالية.

2.2.3.1.1.2. العارضون لرؤوس الأموال

أي العارضون للقيم المنقولة، وغالبا ما يتمثل ذلك في الشركات التي تصدر السندات والأسهم لتمويل احتياجاتهم. يضاف إلى ذلك، الحكومة والتي تصدر سندات لتغطية عجز الميزانية أو امتصاص السيولة أو مواجهة النفقات الإنتاجية والاستثمارية للبنية الأساسية كما تصدر السندات أيضا الهيئات

العامة والمحلية والشركات العامة لمواجهة العجز أو الاستثمارات الجديدة وكذلك تعتمد برامج الخصوصية على مشاركة القطاع الخاص في شراء الأسهم والسندات.

3.2.3.1.1.2. الوسيط الماليون

نقص المعرفة والمعلوماتية عائق أمام تبادل الأوراق المالية سواء في سوق الإصدار (السوق الأولية) أو في سوق التداول (السوق الثانوية) وأساسا ذلك يعود إلى نقص الخبرة عند المتعاملين في رأس المال أو بالتوظيف الأمثل من حيث العوائد والمخاطر المالية ولذا فمن الضروري تواجد طائفة من الوسطاء الماليين تتمتع بخبرة كبيرة، وتحاول أن توفق بين رغبات العارضين والطالبيين وتنفيذ الأوامر (السماسرة) أو تحقيق التوظيف الأمثل والعائد الكبير والتقليل من المخاطر، فان هذه الطوائف تتمثل فيما يلي:

- السماسرة أو وكلاء التبادل، حيث السمسار هو الذي يقوم بعمليات الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وينفذ الأوامر ويضمن سلامة العملية.
- صناديق الاستثمار، إذ تلعب دورا هاما سواء على مستوى السوق الأولية والسوق الثانوية وهم عبارة عن وسطاء ماليين من الدرجة الثانية وهي تهدف إلى تجميع الادخارات الفردية وإعادة استثمارها في الأوراق المالية لما لها من خبرة ومعرفة، وذات مصلحة مباشرة في المشاركة في التوظيف وهي تجميع الادخارات وتصدر في مقابلها وثائق استثمارية، ثم تعيد توظيفها في الأوراق المالية سواء في السوق الأولية أو الثانوية عن طريق السماسرة، وتستفيد من الأرباح المحققة، مشاركة بينها وبين المدخرين طبقا لنظامها الأساسي .
- المحكمون والمراقبون، إذا كانت طبيعة التعامل بين الطالبيين والعارضين والتوفيق بين الرغبات المتعارضة وتنفيذ الأوامر يحتاج إلى السماسرة إلا أنه وظيفة السوق المالية بصفة عامة ليست فقط إتمام العمليات، وإنما أيضا ضمان انتظامية العمليات وشرعيتها والرقابة على السوق لمنع أي انحراف أو الاطمئنان على سلامة العملية، والتأكد من أن السعر المنفق عليه يمثل السعر العادل ولذلك يكون لكل سوق مالية، مجلس إدارة، ومحكمين تكون وظيفتهم التنظيم والتأمين والمعلومات والرقابة.

2.1.2. عمليات السوق المالية

- تقسم عمليات السوق المالية سواء في البيع أو الشراء إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة.
- وعليه، سيتم دراسة في هذا المطلب المحورين المواليين:
- العمليات العاجلة؛

- العمليات الآجلة.

1.2.1.2. العمليات العاجلة وأنوعها

قبل التطرق إلى أنواع العمليات العاجلة، ينبغي تعريفها وذلك كما يلي: [64] ص 53-54

1.1.2.1.2. تعريف العمليات العاجلة

تتميز العمليات العاجلة بأنها تتم فوراً، فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة حالاً أو خلال فترة وجيزة جداً وتتضمن أوامر السوق في العمليات العاجلة العناصر التي من شأنها أن تعين بكل وضوح الصفقة كبيان نوع وصفة الورقة المالية، وكمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة، وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل أن ينفذ أوامره بموجبه.

أما فيما يتعلق بالكمية المطلوبة من الأوراق المالية، فيجب تحديدها بكل وضوح علماً أنه يمكن إجراء الصفقات على أية كمية خلافاً كما هو متعامل به بصدد العمليات الآجلة والتي لا يمكن التعامل بها بحد أدنى يعين بها مسبقاً في لائحة الأسعار. أما أسعار الأوراق المالية فيحددها قانون العرض والطلب نظراً لتوفر حرية المنافسة.

يعمد المضاربون إلى شراء الأوراق المالية بالسوق العاجلة. إما الاحتفاظ بها مع مجموعة السندات التي يملكونها فهي بهذه الحالة بمثابة توظيف رؤوس الأموال يكتفون بما يدره عليهم من أرباح نتيجة توزيع الأرباح وغيرها من الحقوق المتعلقة بهذه الأوراق. أو في سبيل المضاربة على ارتفاع الأسعار، ويعمدون إلى بيعها عند تحسن السوق للحصول على الربح الناتج عن بيعها مرة ثانية، وبإمكانهم أيضاً جمع الهدفين معاً فيحصلون على الفوائد لدى بقاء هذه الأوراق بحوزتهم وعلى الأرباح لدى بيعها مجدداً عند تحسن أسعارها.

2.1.2.1.2. أنواع العمليات العاجلة

هناك أسلوبان لسداد قيمة الصفقات حيث يتمثل أولهما في السداد النقدي بالكامل لقيمة الصفقة، فيما يتمثل الأسلوب الثاني في السداد النقدي الجزئي للصفقة، ويتم سداد الباقي من أموال مقترضة فيما يعرف بالشراء الهامشي.

ولعرض مزيد من التوضيح لكل من الشراء النقدي الجزئي أو الشراء الهامشي، والبيع على المكشوف فيما يلي:

1.2.1.2.1.2. الشراء الهامشي أو التداول بالهامش

يتمثل التداول بالهامش بعمليات الشراء الجزئي، إذ يقوم المشتري بتمويل جزء من قيمة الصفقة نقداً، والجزء المتبقي يمول بقروض من الغير (الوسطاء والسماسرة بمختلف أشكالهم). ويضمن الجزء المقترض من قيمة الصفقة بالأوراق المالية محل الصفقة، إذ يفتح المستثمر حساباً للهامش لدى الجهة المقرضة ويغلق الحساب بإيفاء الجزء المقترض مع الفوائد. [21] ص 179

طبقاً لهذا المضمون، يعرف التداول بالهامش بأنه المبلغ النقدي الذي يضعه المستثمر كنسبة من قيمة الصفقة على أن تمول النسبة المتبقية باقتراضها من الوسيط أو أية مؤسسة مالية تقبل التعامل مع الهامش. [21] ص 179

2.2.1.2.1.2. البيع على المكشوف

تقتضي المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد. وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة، على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد وتتحقق بعض الأرباح غير أن هناك نمط آخر من المعاملات يقوم به المضاربون. وفيه تباع الورقة أولاً ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي تسبق أن بيعت بها، وكما يبدو فإن هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق محل الصفقة. [65] ص 147

وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات أن عملية البيع قد تتم في الوقت الذي لا يملك فيه البائع الورقة محل الصفقة. لذا يمكن أن نطلق عليه جواز البيع على المكشوف. [65] ص 148

2.2.1.2. العمليات الآجلة وأنواعها

قبل التطرق إلى أنواع العمليات الآجلة، ينبغي توضيحها وذلك كما يلي:

1.2.2.1.2. العمليات الآجلة

وهي اتفاق على شراء أو بيع الأوراق المالية في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسسات أو مؤسسة مالية وشركة على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق. ويتخذ احد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الورقة المالية محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر متفق عليه يدعى بسعر التسليم أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الورقة المالية في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه. وتتم تسوية العقد عند استحقاقه، علما أن الأساس في بناء السعر هو السعر السوقي للورقة المالية. [17] ص 133

وتحدد عادة كل سوق بعض أيام الشهر يجري فيها تصفية المراكز عند استحقاق العمليات التي بالآجل فهناك عدة حالات إما أن يسلم البائع المشتري ما اشتراه من أوراق مالية فتكون العملية قد تم تنفيذها وإما أن يدفع الفرق بين سعر البيع والشراء فقط وبالتالي تصفي العملية بدون تسليم أو تسلم وإما أن يؤجل العملية بأن يمد أجل العقد وهذا التأجيل يسمح له بإمكانية الاحتفاظ بمركزه نفسه حتى تاريخ الاستحقاق الموالي. [57] ص 309

كما يشترط على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تامين مالي حتى إبرام الصفقة نهائيا بشكل لا يلحق الضرر بأحد المتعاقدين ويدعى هذا التامين بالتغطية وأن تكون هذه الأوراق المالية موجودة بكثرة وأن يكون تداولها مألوفاً بصورة دائمة. وتحدد اللوائح الحد الأدنى للأوراق المالية التي تكون موضوعا لكل عملية. [64] ص 55-56

ويمكن تشخيص بعض أهم مواصفات العمليات الآجلة: [17] ص 133-134

- إن إبرام العقد يتوقف على القدرة التفاوضية بين طرفي العقد (المشتري والبائع) لذلك لا تحمل صفة المعيارية، وبذلك فهي تتمتع بمرونة لأطراف التعاقد.
- تتضمن العقود الآجلة احتمال مواجهة كل من: مخاطر الائتمان و مخاطر العجز عند السداد، وهي مخاطر ناشئة عن عدم قدرة احد أطراف العقود الآجلة الوفاء بالتزاماته، إذ يصعب تنفيذ العقد في مواعده المحدد مثل عدم قدرة المشتري (صاحب المركز الطويل) تدبير النقدية لشراء الورقة المالية أو إذا عجز البائع (صاحب المركز القصير) عن التسليم.
- صعوبة التسييل مقارنة بالعقود المستقبلية، إذ أن الرغبة في إنهاء الاتفاق يتطلب توفر شخص أو وحدة تحل محل احد الأطراف تقبل بنصوص العقد.

- تتحقق قيمة العقد الأجل عند إنهاء الصلاحية ولا توجد أي مدفوعات عند بداية التعاقد أو خلاله.

وعليه، تعتبر العمليات الأجلة المثل الحي لعمليات المضاربة، لذلك إذا ارتفع سعر السوق فإن المشتري يحقق مكاسب بينما يتكبد البائع خسارة، بينما يعني هبوط السعر، فإن المشتري سوف يخسر بينما يكسب البائع لأن الورقة المالية سوف تباع بسعر أعلى من قيمتها الجارية وهكذا يضارب المشتري على صعود الأسعار في حين يضارب البائع على هبوط الأسعار، كما أنه يمكن لكل طرف من الصفقة أن يتحلل من التزاماته في الدفع والتسليم عن طريق دفع الفارق ما بين السعر المتفق عليه والسعر حين حلول الأجل.

2.2.2.1.2. أنواع العمليات الأجلة

إن أهم العمليات التي يجري التعامل بها في السوق الأجلة هي: [64] ص 57-60

- العمليات الباتة والقطعية؛

- العمليات الأجلة بشرط التعويض؛

- العمليات الأجلة بشرط الانتقاء.

1.2.2.2.1.2. العمليات الباتة والقطعية

العمليات الباتة هي العمليات التي حدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التسوية النهائية حتى موعد تصفية لاحق. يجب أن تتضمن أوامر السوق في العمليات الباتة نوع وصف الورقة المالية موضوع العملية الباتة كبيان صفة الأسهم والسندات، كما أن اللوائح تحدد الحد الأدنى للأوراق المالية التي يمكن إجراء الصفقة عليها، ويتم تحديد السعر في هذه العمليات كما في العمليات العاجلة.

يلتزم المتعاقدون في هذه العمليات بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العقد. لذلك فالمعاملون في البيع البات معرضون لخسارة غير محددة، فالمضارب المشتري الذي يتوقع ارتفاع الأسعار معرض للخسارة إذا تدنت الأسعار، والمجازفة في السوق الأجلة اشد منها في السوق العاجلة، لأن المضارب يستطيع أن يدخل بصفقات تناول مبلغا ضخما جدا، كما أن عقد الصفقة لا يحتاج أحيانا إلا إلى نصف المبلغ كتغطية.

كما أن تنفيذ عقد البيع يؤدي إلى خسارة احد الطرفين في العمليات الباتة (الشاري أو البائع) إلا إذا كان السعر يوم التصفية معادلا لسعر البيع ذاته وإذا كانت كمية الأوراق المالية كبيرة جدا تجلت لنا

خسارة احد الطرفين الفادحة، فالبائع وهو مضارب على الهبوط عندما يجد بأن الأسعار في ارتفاع مستمر وللإقلال من خسارته يقوم بشراء كمية من هذه الأوراق وعند حلول التصفية يقوم ببيعها ليقال من خسارته في العملية السابقة.

2.2.2.2.1.2. العمليات الآجلة بشرط التعويض

هي العمليات التي تخول للمتعاملين في سوق المالية إما بتنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية، أو بالامتناع عن تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية لقاء تعويض يعين مقداره مسبقاً. لقد منح هذا الحق في فرنسا للمشتري فقط، أما في أنظمة بقية الدول فلقد منح للمشتري والبائع على حد سواء.

ويسمى اليوم الذي يسبق تاريخ التصفية بيوم جواب الشرط، فإذا نفذ المشتري الصفقة قيل عنه أنه رفع التعويض، وإذا لم ينفذ التعويض قيل عنه أنه تنازل عن التعويض، فالبائع بشرط التعويض ملزم بقرار المشتري النهائي وذلك إما بتسليم الأوراق المالية واستلام الثمن وذلك في حال طلب تنفيذ الصفقة من قبل الشاري أو الاحتفاظ بالأوراق المالية والحصول على مبلغ التعويض في حال إلغاء الصفقة من قبل المشتري.

يجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة بشرط التعويض ثلاث عناصر وهي السعر، مقدار التعويض وأجل التصفية.

3.2.2.2.1.2. العمليات الآجلة بشرط الانتقاء

تتميز العملية الآجلة في أن المتعاملين لهم الخيار بموجب هذا الشرط في إبرام الصفقة في موعد التصفية بصفتهم من المشتريين أو البائعين لقيمة معينة من الأوراق المالية المتفق عليها مسبقاً. وترتكز هذه العملية الآجلة على سعرين وللمتعامل الخيار، الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

3.1.2. الأوامر وتنفيذها

تقتضي عملية شراء وبيع الأوراق المالية إصدار أوامر إلى السمسار لتنفيذ الصفقة، ولتوضيح ذلك يتم في هذا المطلب تناول العناصر الآتية:

- تعريف الأوامر وخصائصها؛

- أنواع الأوامر؛

- تنفيذ الأوامر.

3.1.2. تعريف الأوامر وخصائصها

يقتضي فهم أوامر السوق المالية تعريفها وذكر خصائصها كما يلي:

1.1.3.1.2. تعريف الأوامر

يقصد بأمر السوق المالية هو وثيقة مكتوبة من خلالها يطلب المتعامل من الوسيط المؤهل شراء أو بيع أوراق مالية في السوق، وفقا لبعض الشروط. [66] ص 41

يجب تحديد أمر السوق بكل وضوح دفعا لكل التباس في المستقبل، مثلا بيان نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة، وكمية السندات المطلوبة والسعر الذي يريده صاحب الأمر لكي تجري بموجبه الصفقة، كما يجب تسمية الورقة المالية حسب ورودها في التسعيرة، وبيان نوعها فيما إذا كانت أسهما أو سندات وكذلك تحديد نوع الأسهم فيما يخص السندات فيجب ذكر الفائدة وسنة الإصدار وحقوق التمتع المنبثقة عن الصك. [64] ص 47-48

2.1.3.1.2. خصائص الأوامر

تتطلب عملية شراء وبيع الأوراق المالية قيام المستثمر بإصدار أمر أو عدة أوامر إلى سمساره لتنفيذ الصفقات التي يرغب فيها، وعند هذا الحد يجب على المستثمر أن يكون ملما بأهم خصائص تلك الأوامر حتى يستطيع إصدار الأمر المناسب، وسوف يتم مناقشة أهم خصائص الأمر كما يلي: [44] ص 65-66

- اسم الشركة، حيث يجب أن يوضح المستثمر في الأمر الذي يصدره لسمساره اسم الورقة المالية (اسم الشركة) التي يرغب في شرائها أو بيعها.
- نوع الصفقة، إذ ينبغي أن يتضمن الأمر الذي يصدره المستثمر للسمسار نوع الصفقة، بمعنى هل يرغب المستثمر مثلا في الشراء أم البيع، وإذا كانت الصفقة هي الشراء، فهل سيتم الشراء نقدا أم هامشيا، وكذلك الحال إذا كانت الصفقة هي بيع أوراق مالية، فهل عملية البيع تمثل بيع نقدي أم بيع على المكشوف.
- حجم الأمر، والذي يشير إلى عدد الأوراق المالية المطلوب شراؤها أو بيعها، وفي هذا الشأن يوجد عدة أنواع من الطلبات، أو أحجام الأوامر.

- المدى الزمني للأمر، حيث يشير إلى الفترة الزمنية التي يجب تنفيذ الأمر خلالها، وعلى ذلك يمكن التمييز بين عدة أنواع.

2.3.1.2. أنواع الأوامر

يستطيع صاحب الأمر تحديد السعر الذي يرغب أن تتم به الصفقة بطرق مختلفة: [64] ص 48-

49

- الأمر بالسعر الأحسن، وفيه لا يعين صاحب الأمر السعر الذي يجب أن تتم بموجبه الصفقة بل يترك تقدير السعر الملائم إلى السمسار الذي يقوم بانتهاز الفرصة لاختيار أحسن سعر، إلا أن السمسار يفضل عادة تنفيذ العملية حال استلام الأمر.

- الأمر بالسعر المحدد، وفيه يحدد العميل للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به وهو يتضمن الحد الأقصى فيما إذا كان سعر الشراء أو الحد الأدنى إذا كان سعر البيع، إن الأمر لا ينفذ في حالة الشراء إلا إذا كان السعر معادلاً أو أقل من السعر المحدد، وفي حالة البيع معادلاً أو أكثر من السعر المحدد.

- شرط الأوامر المرتبطة، وبه يطلب العميل من السمسار أن يشتري له سندات من نوع معين إذا استطاع أن يبيع له سندات أخرى يكلفه ببيعها أو العكس، حسب هذه الطريقة يجب أن تتم الأوامر المرتبطة في جلسة البورصة.

- شروط تعيين المبلغ، وبها يعين العميل مبلغاً من المال لشراء أوراق مالية دون تحديد الكمية، وعلى السمسار شراء عدد معين من الأوراق على أن لا تتجاوز الصفقة المعقودة قيمة المبلغ المعين مسبقاً من قبل العميل.

لما كان تنفيذ الأوامر يتطلب من صاحبه التزامات مختلفة أضحت من الضروري أن يصدر عن شخص يتمتع بكامل الأهلية وأن يكون رضاه سليماً غير مشوب بعيب، ولما كان السمسار مسؤولاً عن تنفيذ الأوامر فله أن يطلب من عميله تقديم ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، في حالة البيع تكون الضمانات هي عبارة عن الأوراق المالية ذاتها موضوع الصفقة، وفي حالة الشراء فهي عبارة عن مبلغ من المال يقدمه العميل إلى السمسار. تعين أكثر الأنظمة في الأسواق المالية الحد الأدنى لعدد الأسناد الواجب توفرها لإمكان عقد الصفقة.

كما يندرج ضمن هذا، أنواع أخرى يمكن تناولها في النقاط الآتية: [35] ص 96-97

- الأمر السوقي، وهو الأمر الذي يتضمن قيام المتعامل بمنح السمسار صلاحية بيع وشراء الأوراق المالية تبعا لحالة السوق التي تؤثرها حالة الطلب والعرض، والأسعار التي تتحدد من خلال الطلب والعرض للأوراق المالية في السوق، أي تنفيذ الأمر بالسعر الذي تحدده السوق.
- أمر التوقف، وهو الأمر الذي يصدر من المتعامل ويتضمن الطلب من الوسيط التوقف عن التعامل سواء اتصل الأمر بالتوقف عن بيع الأوراق المالية، أو التوقف عن شراء الأوراق المالية من أجل منع الانخفاض في أرباح المتعامل أو تلافي خسارته، أو الحد من هذه الخسارة وتقليصها، وهو ما يعني توقف الوسيط عن الاستمرار في التعامل لصالح المتعامل حال استلامه أمر التوقف هذا.
- الأمر الفوري، وهو الأمر الذي يتضمن ضرورة تنفيذ الوسيط للأمر حال تسلمه من المتعامل، أي عدم إعطاء أي فترة زمنية يتم خلالها التنفيذ، وإنما يتم التنفيذ فورا وفي الحال بغية الاستفادة من الفرصة المتاحة للتعامل في اللحظة المعينة التي يحددها المتعامل للوسيط، والتي يرى أنها الأنسب لذلك.
- الأمر الحر والمطلق، وهو الأمر الذي لا يتضمن أي شرط يمكن أن يقيد الوسيط في تعامله لصالح المتعامل الذي يصدر هذا الأمر، أي أن يترك المتعامل للوسيط حرية كاملة للتعامل في السوق لصالحه بيعا أو شراء أو الاثنين معا، وتبعا لما يراه الوسيط محققا لمصلحة المتعامل، ومثل هذا الأمر يصدر عادة من المتعامل عندما تتوفر ثقة تامة بأن الوسيط يحقق مصلحته بأقصى قدر ممكن، لذلك يتيح له الحرية المطلقة في التعامل لصالحه.
- الأمر المحدد بزمن معين، حيث يتم إلزام الوسيط بتنفيذ الأمر الصادر له من قبل المتعامل بزمن معين، أي أن يتم التنفيذ خلال فترة زمنية معينة يحددها المتعامل للوسيط، كأن تكون أسبوعا أو شهرا مثلا، أو في فترة زمنية أخرى.

3.3.1.1.2. تنفيذ الأوامر

إن تنفيذ الأوامر يقتضي منا معرفة أسلوب إتمام عملية التداول وأهم نظم التسعير ثم تكاليف المعاملات.

1.3.3.1.2. طرق تداول الأوراق المالية

تتم عملية التداول إذا تم الاتفاق بين سمسار الذي يمثل البائع مع سمسار الذي يمثل المشتري على السعر الذي طلبه المستثمر البائع والمستثمر المشتري وذلك طبقا للأوامر التي أعطاهما كل منهما للسمسار الذي يمثل هذا الاتفاق على السعر وبالتالي إتمام عملية التداول يتم بأحد الطريقتين الآتيتين:

- طريقة المفاوضة، وطبقا لهذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض (البيع) وأسعار الطلب (الشراء) من قبل كل وسيط ثم يتم التفاوض بين وسيط البائع ووسيط المشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ وتمكن هذه الطريقة من تحديد السعر العادل للورقة المالية.
- الطريقة المزايمة، حيث في ظل هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض لتنفيذ الصفقة من وجهة نظر المشتري أو البائع، ويتم إعلان الأسعار الخاصة بصفقات الأوراق المالية بشكل علني. وينتهي التداول بعقد الصفقة الخاصة بالأوراق المالية والتي يتحتم تسويته بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر العمليات التي تم تنفيذها ضمن حجم التداول.

2.3.3.1.2. أنظمة التسعير

- للوصول إلى سعر معين لا بد من توافر بائعين ومشتريين لأسهم معينة، وتجنباً لفروقات كبيرة في الأسعار تتضمن أنظمة الأسواق المالية المختلفة عادة أحكاماً خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروف بشكل لا تتجاوز فيه نسبة معينة تنص عليها لوائح تلك الأسواق، وتتمثل أهم نظم التسعير فيما يلي:

1.2.3.3.1.2. التسعير الدوري (الظرفي)

وهذا باستعمال تقنية المناذاة أو العارضة أو التسعير بواسطة الصندوق كما سيتم توضيحه: [68]

ص 17-18

- التسعير بالمناذاة وذلك باجتماع الوسطاء في قاعة السوق ومناذاتهم على العروض والطلبات بحوزتهم.
- التسعير بالعارضة، حيث يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية كافة عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم، وحدود الأسعار المعروضة.
- التسعير بواسطة الصندوق، حيث يضع الوسطاء عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتتولى إدارة الصندوق تحديد الأسعار حسب ما يتضمن الصندوق من عروض وطلبات.

2.2.3.3.1.2. التسعير المستمر

- التسعيرة المستمرة هي تقنية تسمح بسرعة تنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق، وبها يمكن تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة ولدقة هذه الطريقة فإنها تعالج عن طريق الإعلام الآلي الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي لحظة. [69] ص 29

3.3.3.1.2. تكاليف تنفيذ الأوامر

هي تكاليف مباشرة تعادل 4% من الورقة المالية تقريبا، ومن أهم عناصرها، عمولة السمسرة، والربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية (المتخصص أو التاجر) والذي يتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة والسعر الذي يبيعه بها والذي يطلق عليه الهامش أو المدى. كما تتضمن تكلفة المعاملات أيضا الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، الضريبة، الرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والسوق عن كل صفقة يتم إبرامها، وبالنسبة لعمولة السمسرة فإنها تتحدد بالتفاوض مع السمسار. [65] ص 161

4.1.2. مؤشرات السوق المالية

يتناول هذا المطلب المحاور الأساسية الآتية:

- تعريف مؤشرات السوق ومزاياه؛
- أسس مؤشرات السوق وأنواعها؛
- طرق حساب مؤشرات السوق.

1.4.1.2. تعريف مؤشرات السوق ومزاياها

يقضي فهم مؤشر السوق تعريفه وذكر مزاياه كالاتي:

1.1.4.1.2. تعريف مؤشرات السوق

مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس نفس التغيرات الحادثة في السوق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها. [70] ص 177

لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق المالية، أو لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة، حيث يستخدم لكل سوق مؤشرا وعددا من المؤشرات لتقييمه. [70] ص 177

ويعرف مؤشر السوق كذلك بأنه تقنية تمكن من الحصول على نتيجة عددية عن طريق علاقة توضح تطور الكميات والأسعار عبر الزمن بغرض التعرف على أداء سوق الأصول المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى. [71] ص 21

1-2- مزايا مؤشرات السوق

تتلخص مزايا وجود مؤشرات السوق فيما يلي: [70] ص 177

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، لذلك يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
- يساعد المؤشر في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسها وعملياتها مرة أخرى، حيث يمكن للراغبين في السوق تحديد مشاكل السوق والتي تؤدي إلى انحراف الأسعار وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.
- أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات، بالزيادة أو بالنقص، فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمتعاملين في السوق.
- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء سوق المالية بمؤشرات أسواق المالية في العالم، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

2.4.1.2. أسس مؤشرات السوق وأنواعها

يمكن توضيح أسس مؤشرات السوق وأنواعها فيما يلي:

1.2.4.1.2. أسس مؤشرات السوق

هناك عدة أسس يجب توافرها في مؤشر السوق أهمها: [39] ص 28

- أن يكون في صورة عينة حجمها كبير ومناسب.

- أن يدخل فيه أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية.
- أن يتم تحديد وزن أهمية نسبية لكل سهم.
- أن تكون طريقة حسابه وتفسيره واضحة للمستثمر العادي.

2.2.4.1.2. أنواع المؤشرات

ويتم عادة التمييز بين المؤشرات أدناه: [62] ص 30

- مؤشرات غير قابلة للتداول والتي تدمج أو تختزل الأداء الكلي لسوق المالية في رقم واحد، وهناك مؤشرات رسمية تصدر عن الهيئات الرسمية القائمة على إدارة وتنظيم السوق، أو من معاهد ومؤسسات مالية، وتقتصر هذه المؤشرات على حدود الدولة لقياس أداء السوق فيها، أما النوع الآخر من المؤشرات غير القابلة للتداول فهو المؤشرات الدولية والتي تصدرها هيئات دولية للسمسة وغيرها.
- مؤشرات قابلة للتداول وهي التي تفسح المجال للتداول في كل أقسام السوق من أسواق مشتقات وغيرها، وتساعد المستثمرين في تحسين أداء إدارة محافظهم المالية.
- مؤشرات صناديق الاستثمار وتصدر عن صناديق الاستثمار من خلال الشركات التي تقوم على إدارة هذه الصناديق. ويتم تكوين المؤشر من خلال اختيار العينات من الأسهم التي ستدخل أسعارها في الحساب، ثم يتم تركيب هذه الأسعار للوصول إلى رقم موحد يمثل المؤشر، وحساب المؤشر يختلف من سوق إلى أخرى وفقا للعناصر المكونة له.

3.4.1.2. طرق حساب مؤشرات السوق

فيما يلي أهم طرق حساب مؤشرات السوق وبعض المؤشرات الرئيسية:

1.3.4.1.2. طرق حساب مؤشرات السوق

هذا ومن أهم طرق حساب مؤشر السوق: [39] ص 28-29

- متوسط أسعار مثل مؤشر داوجونز في الولايات المتحدة الأمريكية، ويتكون هذا المؤشر من 30 شركة من أكبر الشركات الصناعية الأمريكية حيث إن كل شركة منها راسخة ومستقرة وقائدة في صناعتها، ويتم حسابه كالآتي:

مجموع سعر إقفال الأسهم في تاريخ معين

مؤشر داوجونز =

عدد الأسهم

والرقم المقسوم عليه في المقام هو عدد الأسهم الـ (30) ولكن بعد تعديله حسب التغير في حجم العينة أو تجزئة الأسهم، ويعاب على هذا المؤشر أنه يعطي أوزان أهمية متساوية للأسهم بغض النظر عن حجم الشركة المصدرة له.

- متوسط حاصل ضرب عدد الأسهم وسعر السهم في السوق وهذا أدق، ومن أمثله مؤشر بورصة نيويورك ومؤشر ستاندر أند بور S&P500 في الولايات المتحدة الأمريكية ومؤشر الهيئة العامة لسوق المال في مصر للسوق ككل بجانب عدة مؤشرات فرعية لكل قطاع أو صناعة على حدة، ويتم حساب هذا المؤشر كالاتي:

مجموع (سعر السهم X عدد الأسهم) في تاريخ معين

مؤشر السوق = $\frac{\text{مجموع (سعر السهم X عدد الأسهم) في تاريخ معين}}{\text{قيمة مبدئية للمؤشر}}$

مجموع (سعر السهم X عدد الأسهم) في تاريخ الأساس

والقيمة المبدئية للمؤشر قد تكون 100 نقطة أو رقم آخر، ويمتاز هذا المؤشر بعدم التأثر بتجزئة الأسهم كما أنه يعطي أهمية أكبر للشركات الكبيرة لأن حجم الشركة هنا هو قيمتها السوقية الناجمة من ترجيح سعر السهم بعدد الأسهم المصدرة. وجدير بالذكر أن مؤشر الهيئة العامة لسوق المال مثل مؤشر نيويورك يستخدم قيمة مبدئية (100) نقطة كما يدخل فيه جميع الأسهم المسجلة بالبورصة.

2.3.4.1.2. منهجية احتساب مؤشر صندوق النقد العربي

يتم حساب مؤشر صندوق النقد العربي على النحو التالي: [72]

1.2.3.4.1.2. المنهجية العامة

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.

2.2.3.4.1.2. الصيغة الرياضية

تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل. والصيغة العامة للمؤشر هي: عندما تكون $i > 1$.

$$X_i = \frac{M_i}{B_i} * 100 \quad B_i = B_{i-1} * \frac{M_i}{M_i}$$

عندما تكون $i = 1$

$$X_i = 100 \quad B_i = M_i$$

حيث:

$$X_i = \text{المؤشر عند الفترة } i$$

$$B_i = \text{القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون } i = 1 \text{ (الفترة الأولى)}$$

$$M_i = \text{القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة } i$$

$\bar{M}_i = \text{القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، و حذف الأسهم)}$

3.2.3.4.1.2. القيمة السوقية (M)

تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر.

$$P_i * n_i = \text{القيمة السوقية لكل سهم}$$

حيث:

$$P_i = \text{آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة } i$$

$$n_i = \text{عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة } i$$

4.2.3.4.1.2. القيمة السوقية المعدلة

يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة (\bar{M}_i) عن الفترة i بموجب الصيغة أدناه:

$$\bar{M}_i = (M_i - I_i - R_i - N_i + "Q_i - 1")$$

حيث:

$I_i = \text{القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة } i$. وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

$R_i = \text{القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة } i$ ، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

$N_i =$ القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة i .
 $Q_{i-1} =$ القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i .
 و يمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

5.2.3.4.1.2. المؤشرات لكل دولة (بالدولار الأمريكي)

تستخدم الصيغ أعلاه لاحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملات المحلية لكل دولة. ويحتسب الصندوق مؤشراتته بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

3.3.4.1.2. أهم المؤشرات الرئيسية

يمكن إيجاز أهم المؤشرات الرئيسية فيما يلي: [3] ص 217-218

1.3.3.4.1.2. مؤشر الدوجونز

تم استخدام هذا المؤشر ابتداء من عام 1884، وهو يصدر لمتابعة سلوك بورصة نيويورك، ويتكون من أوراق (30) شركة ويقاس مستوى أسعار أسهم (30) شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في بورصة نيويورك، وهذه الشركات تعد من أعظم وأقوى مجموعة الشركات الأمريكية وهو من أقدم المؤشرات، وتنتشر الأرقام القياسية لدوجونز في جريدة الوال ستريت (Wall Street Journal).

ويحسب مؤشر الدوجونز عن متوسط أسعار 30 شركة صناعية من كبريات الشركات الأمريكية

كما يلي:

لنفرض أن هذا المؤشر يتألف من أسهم 3 شركات فقط وهي أ، ب، ج، وأن هذه الأسهم تباع بسعر 5 دنانير، 15 دينار، 10 دنانير على التوالي.

لذلك فإن معدل السعر يحسب كالآتي:

مجموع الأسعار = 5 + 15 + 10 = 30 دينار

معدل الأسعار = 3/30 = 10 دنانير

2.3.3.4.1.2. مؤشر ستاندر أند بور 500 (S&P500)

بدأ العمل بهذا المؤشر عام 1923 عندما بدأت شركة ستاندر أند بور بنشر مؤشر أسعار لبورصة نيويورك يعتمد على 233 سهما ويستخدم لقياس الأداء المالي والاستثماري للأفراد والجماعات ويحتوي على أوراق 500 شركة متنوعة ما بين صناعية وخدمائية ونقل وبنوك وتأمين وهذه الشركات تمثل حوالي 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، ويقوم هذا المؤشر في طريقة احتسابه على الوزن المرجح.

3.3.3.4.1.2. مؤشر نيكاي (NIKKEI Index)

وهو من المؤشرات الرئيسية بسوق طوكيو ويحتوي على أوراق مالية لـ 225 شركة تمثل 70% من الشركات الكبرى في سوق طوكيو، ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير المحقق في حجم الأوراق المالية ومقياس للعوائد ومساعدة المستثمرين على تكوين محافظ أوراقهم الاستثمارية.

4.3.3.4.1.2. مؤشر (FT) Financial Time Index

يقيس هذا المؤشر معدل أسعار 30 شركة كبرى قوية والتي تفود السوق ذات النشاط الصناعي والتجاري والمسجلة في بورصة لندن، وفي عام 1984 تم استحداث مؤشر جديد (FT100) وهو مؤشر يحتوي على أسهم 100 شركة إنجليزية كبرى لتعطي صورة واضحة عن قيمة التحركات في سوق المال.

5.3.3.4.1.2. مؤشر CAC

وهو مؤشر بورصة باريس ويقاس التغير في أسهم (244) شركة فرنسية وفقا لأوضاعها الاقتصادية وتمثل 85% من بورصة باريس.

6.3.3.4.1.2. مؤشر DAX Index

وهو مؤشر بورصة الأوراق المالية الألمانية، وهو مؤشر لأسهم الشركات المساهمة ذات التوزيعات الكبيرة والإدارة والخبرة الكبيرة، ويحسب التغير في أسعار (30) شركة قوية في البورصة الألمانية.

2.2. شروط قيام السوق المالية

- طبقا لمفهوم السوق المالية وأهميتها، يمكن القول أن لوجود الأسواق وفعاليتها تستدعي مجموعة متطلبات يجب توافرها، وسوف يتم في هذا المبحث، شرح كل من هذه العناصر الآتية:
- أركان السوق المالية؛
 - مقومات قيام السوق المالية.

1.2.2. أركان السوق المالية

تتكون السوق المالية من ثلاثة أركان أساسية وهي: [1] ص 23-27

- الركن الأول: المقرضون أو المستثمرون؛
- الركن الثاني: المقترضون أو المصدرون ؛
- الركن الثالث: الوسطاء أو الوكلاء.

1.1.2.2. الركن الأول: المقرضون أو المستثمرون

تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية ونقصد هنا بفئة الأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية ونقصد بالمؤسسات المالية وهي البنوك وبيوت السمسة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير أو بعبارة أخرى تعود عليهم بفوائد عالية وبمخاطر ضئيلة.

هذا ومن الجدير بالملاحظة أيضا انه بمقدور هذه المؤسسات وهي البنوك وشركات الاستثمار وبيوت السمسة القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية إذا ما استطاعت هذه المؤسسات من الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفير عامل الأمان وعامل السيولة وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من اجل إنماء أمواله والمحافظة عليها.

2.1.2.2. الركن الثاني: المقترضون أو المصدرون

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالية، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسة أو شركة استثمارية... الخ.

أما بالنسبة للأفراد، فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرم بين المقرض (المؤسسة المالية) والمقترض وهو الفرد وعادة ما يدون في هذا العقد، القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.

ويمكننا القول أن فئة المقترضين ستقتصر في مقامنا هذا على فئة المصدرين للأوراق المالية المتداولة في السوق المالية والتي عادة ما تقتصر على المؤسسات المالية وشركات الاستثمار وبيوت السمسرة كما ويتضمن إصدار بعض الأوراق المالية من السندات مثلا على الهيئات الخاصة والهيئات الحكومية كالبنك المركزي أو وزارة المالية.

3.1.2.2. الركن الثالث: الوطاء أو الوكلاء

فئة الوطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين أو المصدرين للأوراق المالية .

وعادة ما يكون الوسيط شخص طبيعى أو شخص معنوي ويقوم الوطاء بمجموعة من الأعمال يمكن إيجازها بالآتي:

- صناعة الأسواق.
- التعهد بتغطية الإصدارات.
- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين.
- العمل على تقليل المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر.

1.3.1.2.2. أعمال السمسرة

تتضمن أعمال السمسرة قيام السمسار بمجموعة من الأعمال بناء على الأوامر التي يصدرها إليه العميل.

1.1.3.1.2.2. صناعة الأسواق

من أعمال الوطاء أو الوكلاء القيام بدور صانع الأسواق وذلك لممارسة مهمته ببيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق وفي هذه الحالة يقوم الوسيط بممارسة نشاطه

في السوق الثانوي أو السوق الموازي وذلك إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه ويتطلب في هذه الحالة من الوسيط المحافظة على:

- توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.

- المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع أو الشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالية وبما يتحقق نوعاً من استقرار الأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية.

2.1.3.1.2.2. قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية

يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء أكان في صورة أسهم أو سندات ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية حتى يستطيع القيام بمثل هذا العمل، حيث أنه إذا لم يستطيع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو نفسه بشرائها لحسابه الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار مثلاً أو شركة استثمارية... الخ.

3.1.3.1.2.2. العمل على إطالة فترة استحقاق الدين

لما كان الوسيط في الغالب عبارة عن مؤسسة مالية أو شركة استثمارية، فإنه يستطيع إطالة فترة استحقاق الدين بعمل إليه محددة لعمليات الدفع سواء أكان ذلك بإطالة فترة استحقاق الدين (السند) أو الفائدة المترتبة عليه (فائدة السند).

4.1.3.1.2.2. تقليل المخاطر والنفقات

غالباً ما يكون الوسطاء مؤسسات مالية أو شركات استثمارية وبالنظر لما يتوفر لدى هذه المؤسسات من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات فغالباً ما يعمل ذلك على تخفيض المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر.

2.2.2. مقومات قيام السوق المالية

حتى تقوم السوق المالية وتمارس نشاطها بفعالية فإنه لا بد من توفر عدة عناصر. بهذا الصدد، يمكن تمييز نوعين من المقومات، إحداها أساسية وأخرى سائدة تساهم في تدعيم وفاعلية السوق المالية وفيما يلي إيجاز هذه المقومات:

1.2.2.2. المقومات الأساسية

لا تنشأ السوق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدر قرار من السلطات المختصة، ولكن تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية منها: [73] ص 190-191

- وضوح الفلسفة الاقتصادية التي تحدد لرأس المال الخاص دوره. فكفاءة السوق المالية تقاس في المقام الأول بقدرتها على تجميع المدخرات الخاصة وتوظيفها توظيفاً مربحاً.
- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.
- طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توفر مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربحية مجزية.
- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور باستمرار للتكيف مع المتغيرات المستجدة، وعلى تسهيل المعاملات مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.
- وجود مؤسسات مالية مصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات، وتوليد الفرص الاستثمارية وبلورتها في شكل مشاريع محددة والترويج لها والتوسط لتحقيق النقاء العرض والطلب.
- تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسطاً وفاعلية، وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين. فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المستثمر الصغير، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كبيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أي كانت مقدرتهم المالية.

بالإضافة إلى ما سبق، يوجد شرط ضروري آخر لا يقل أهمية والمتمثل في: [74] ص 92-94

- توفر المناخ الاستثماري، حيث يذهب بعض المحللين إلى اعتبار المناخ الاستثماري على أنه حصيلة الظروف التي تؤثر في القرار الاستثماري المحلي والأجنبي على حد سواء بأبعاده الاجتماعية

والاقتصادية والمحددات المحلية والتدفقات الخارجية القانونية التي تعمل على توجيه المدخرات المحلية والتدفقات الخارجية في أوجه الاستثمار المثلى.

لذلك فإن مدى استقرار النظام السياسي والاجتماعي وطبيعة التغييرات السياسية التي من الممكن حدوثها ومخاطر التأميم ومصادره والتدخل الحكومي النشط في العمليات الاقتصادية تعتبر من أهم المتغيرات التي يأخذها المستثمرون بعين الاعتبار عند اتخاذ قرارات الاستثمار، كما تشير إلى ذلك تقارير لجان البنك الدولي والدراسات المتخصصة في هذا المجال.

وعليه، مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصرى الثقة والتنظيم. الثقة بالنظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

أما التنظيم فينعكس بكفاءة السياسات المالية والنقدية وما يلحقها من تشريعات وتنظيمات خاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات.

2.2.2.2. المقومات الساندة

سميت بالساندة لأنها تساهم في تطور ونجاح السوق، وإضفاءه صفة العمق والاتساع، ومن هذه

المقومات: [21] ص 113

- نظم اتصال فعالة ومتطورة وكفاءة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة حول حركة الأسعار.
- أنظمة كفاءة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق، وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني.
- تشريعات تضيء صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار، بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب.
- هيكل مؤسسي منظم يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال.
- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين وبشكل يعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.

بالإضافة إلى ما سبق، توجد متطلبات ساندة أخرى هي كما يلي: [27] ص 26-29

- التنوع ويقصد به توفر تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية وأوجه الاستثمار تهيئ لكل مستثمر اختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة والتكلفة والعائد والمخاطرة.

- المنافسة ويقصد بها أن يكون جميع من ينتظر منهم البيع والشراء في السوق على علم مستمر بالأسعار التي تبرم بها الصفقات، وعلى علم بما يعرضه البائعون وما يطلبه المشترون، وأن يكون هناك سعر واحد في كافة أنحاء السوق، وأن تتوفر للمتعاملين في السوق حرية الدخول إلى السوق والخروج منه.

إلا أن توفر عنصر المنافسة الكاملة، في السوق، يحقق للسوق المالية ما يعرف بخاصيتي العمق والاتساع نتيجة لوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، كما يوفر للسوق ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

- التكامل الإقليمي والدولي ويقصد به توحيد قوانين الأسواق المالية والنظم المحاسبية والمعادلات النمطية للأسواق، توحيد معايير التداول في الأسواق المالية، وتأسيس الاتحادات والجمعيات الإقليمية والدولية لتكون مسؤولة عن تطوير الأسواق المالية وتنظيم تداول الأوراق المالية.

3.2. كفاءة السوق المالية وسيولتها

فالتغير في أسعار الأوراق المالية يرجع إلى وصول معلومات جديدة وأن المستثمرين يقدرون قيمة الورقة المالية على أساس تلك المعلومات. وحتى تقوم السوق المالية بتخصيص المدخرات على أفضل الاستثمارات لا بد وأن تتصف بالكفاءة.

تأسيسا على ما تقدم، ولتوضيح ذلك سيتم تناوله في المطالب أدناه:

- مفهوم كفاءة السوق المالية وأنواعها؛

- سيولة السوق المالية،

- مؤشرات قياس درجة تطور السوق المالية.

1.3.2. مفهوم كفاءة السوق المالية وأنواعها

ولكي تقوم السوق بوظائفها على أفضل وجه يجب أن تتميز بالكفاءة. وقد تعددت التعاريف الخاصة بكفاءة السوق المالية إلى جانب تنوعها وتعدد صيغها.

وعليه، سيتم التطرق ضمن هذا المطلب إلى العناصر الآتية:

- تعريف كفاءة السوق وخصائصها،

- أهمية كفاءة السوق أنواعها؛
- صيغ كفاءة السوق ومتطلباتها.

1.1.3.2. تعريف كفاءة السوق وخصائصها

قبل التطرق إلى خصائص السوق الكفوة ينبغي تعريفها.

1.1.1.3.2. تعريف كفاءة السوق

في السوق الكفوة يعكس سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على قيمة السوقية للسهم. [65] ص 489-490

وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء بأنه في ظل السوق الكفوة، تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه. [65] ص 490

ويتحقق فيها التوازن في أسعار الأوراق المالية وتتوقف الأسعار على المعلومات المتوفرة للمتعاملين، بمعنى آخر تكون السوق كفوة إذا لم يكن هناك فرق بين السعر السوقي للورقة المالية وسعرها الحقيقي، أما السوق غير الكفوة يكون فيها فروقات بين السعر الحقيقي والسعر السائد في السوق وتكون الأرباح في السوق الكفوة، عادية، إذا لا يستطيع المستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية ما دام سعر الورقة يعكس قيمتها الحقيقية. [62] ص 28-29

وتمثل كفاءة السوق المالية أيضا بأنها سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية والمتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة. [3] ص 35

وعليه، فوفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية في السوق على وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه. ولا يمكن لأي من المتعاملين أن يحقق ربحاً غير عادياً يفوق ما يحققه أقرانه. إن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية، وتنخفض الكفاءة كلما زاد الانحراف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم.

2.1.1.3.2. خصائص السوق الكفؤة

السوق الكفؤة هي السوق التي تتسم بالخصائص الآتية: [75] ص 47-48

- كفاءة السوق تعني تساوي القيمة الحقيقية للاستثمارات مع سعرها في السوق.
- في ضوء كفاءة السوق يكون السعر الحالي للورقة المالية هو أفضل قيمة لها في فترة معينة.
- تكون السوق الكفؤة دائماً في حالة توازن مستمر.
- تنعكس المعلومات بسرعة وبطريقة عشوائية غير متحيزة في أسعار الاستثمارات، بمعنى أن أسعار الاستثمارات تعكس جميع المعلومات المتاحة عنها بالسوق وبالتالي فإن الأسعار في هذه الحالة تمثل أفضل مؤشر للقيمة الحقيقية للمعلومات المتاحة.
- في ضوء كفاءة السوق لا يكون من السهل تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة في السوق لأن هذه المعلومات تكون قد انعكست فعلاً في السعر.

إن كفاءة السوق ترتبط ببعدين أساسيين هما:

- البعد الأول: يتمثل في مدى توافر المعلومات للسوق ومدى سرعة توافرها.
- البعد الثاني: يتمثل في مدى استجابة السوق لهذه المعلومات ورد فعله تجاهها وذلك بدراسة أثرها على أسعار الأوراق المتداولة والعائد منها.

3.1.1.3.2. أطراف السوق الكفؤة

تتمثل أطراف السوق الكفؤة فيما يلي: [1] ص 124

- المتعاملين: ويجب أن يكونوا على دراية علمية وعملية وأن يمتازوا بالعقلانية في قراراتهم الاستثمارية، وكذلك غير قادرين على تحقيق أرباح غير عادية لأن المعلومات تنعكس على أسعار الأسهم المتداولة.

- المساهمين: حيث هناك رقابة على أداء الشركات وخاصة الإدارة من خلال المالكين نتيجة لانفصال الإدارة عن الملكية. وبالتالي هناك نوع من الكفاءة في التسعير والتشغيل.
- إدارة السوق: فهل يتيح هذا السوق فرصا متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات (العدالة). وهذا يتطلب سيادة القانون. بالإضافة لعدم وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية من معلومات خاصة.

2.1.3.2. أهمية كفاءة السوق وأنواعها

يضاف لما سبق ذكره، أن كفاءة السوق تكتسي أهمية قصوى وهذا ما سيتم توضيحه.

1.2.1.3.2. أهمية كفاءة السوق

تتبع أهمية كفاءة السوق من حيث إنها: [75] ص 45-46

- تؤدي إلى تحقيق التوازن في أسعار الاستثمارات، حيث يتم تسعير الاستثمارات في ضوء المعلومات المتاحة، فينتقل السعر من سعر توازن لآخر حسب المعلومات المتوافرة وحركة السوق، وذلك يؤدي إلى إثراء وتنمية العمل داخل هذه الأسواق.
- تؤدي إلى تجميع المصادر المناسبة من الاستثمارات على مستوي الاقتصاد ككل. ويتم قياس الزيادة في الثروة القومية بالزيادة في ثروات المؤسسات الاقتصادية التي يتم تقويم أصولها بقيمتها الحقيقية في ضوء كفاءة السوق.
- تؤدي كفاءة السوق إلى ظهور وتنمية مصادر المعلومات البديلة، وإعطاء المستثمر الحق في اختيار ما يناسبه منها وذلك في ضوء مقارنة التكلفة بالعائد، حيث تتمثل تكاليف أي مصدر بتكاليف تجميع البيانات وتخزينها وتشغيلها نتيجة استخدام هذه المعلومات وذلك من جهة نظر ما يحققه استخدام معلومات مصدر معين من عائد.

2.2.1.3.2. أنواع كفاءة السوق

تتنوع كفاءة السوق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

1.2.2.1.3.2. الكفاءة الكاملة

السوق التي تتميز بالكفاءة الكاملة هي تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني، بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن

تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أبناء سارة أو غير سارة، هذا بالطبع يحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره. [65] ص 494

هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر شروط السوق الكاملة التي تتمثل في: [65] ص 494-495

- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف، وفي ظل هذا الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين مماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
- أنه لا توجد أي قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو الضرائب أو غير ذلك من التكاليف.
- كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من السهم مهما صغر حجمها وذلك ببسر وسهولة، وهذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين أو المؤسسات الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود من أي نوع.
- هناك عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم. وهذا يعني أن على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها.
- أن المستثمرين يتصفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

يتضح من هذه الشروط أنه من غير الممكن توفر حالة الكفاءة الكاملة نظرا لاستحالة استيفاء شروط المنافسة التامة في السوق المالية أو أي سوق أخرى.

2.2.2.1.3.2. الكفاءة الاقتصادية

وفي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل. غير أن من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل. [65] ص 497

خلاصة ما سبق، أن الكفاءة الكاملة هي تلك التي ينعدم فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السعرية للأوراق المالية، وتحقق ذلك يستدعي شروطا معينة. ويتوقع أن يكون هناك فاصل زمني في ظل السوق ذات الكفاءة الاقتصادية.

3.1.3.2. صيغ كفاءة السوق ومتطلباتها

المعلومات هي الخطوة الأساسية الأولى في وجود السوق الكفوة وهذه المعلومات يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع أساسية: [41] ص 117

- معلومات تاريخية وهي التي تخص فترات سابقة وتكون متاحة للجميع مثل أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات مصدرة هذه الأسهم.
- معلومات جديدة حالية وهي التي تتم الإفصاح عنها في الوقت الحالي وتتعلق أيضا بالأسعار والأرباح وما إلى ذلك وهذه المعلومات تكون متاحة أيضا للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات وقوائم مالية.
- معلومات خاصة وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها قاصرة على البعض دون الآخر الذين لهم اتصالات خاصة بصانعي القرار في المؤسسات.

1.3.1.3.2. الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

يمكن لنا التمييز بين الصيغ الثلاث الموالية:

- فرض الصيغة الضعيفة؛
- فرض الصيغة المتوسطة؛
- فرض الصيغة القوية.

1.1.3.1.3.2. فرض الصيغة الضعيفة للكفاءة

تقوم هذه الصيغة على أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق هي المعلومات التاريخية فقط، أي ما حدث من تغيرات على أسعار وحجم المعاملات في هذه الأوراق في الماضي، وبالتالي فإن محاولة التنبؤ بأسعار هذه الأوراق في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي حدثت لها في الماضي أمر عديم النفع والفائدة. [76] ص 115

ووفق هذا الشكل من الكفاءة تعكس أسعار الأصول كل المعلومات المتراكمة وأحداث الماضي، وبذلك لا يتمكن المستثمرين من استغلال هذه المعلومات لتحقيق أرباح غير عادية، وتكون السوق كفوءا في هذه الصورة الضعيفة إذا اتبعت أسعار الأصول المسار العشوائي في تقلباتها، وتسلم نظرية المسار العشوائي بأن سلوك الأسعار عشوائيا يصعب التنبؤ به، حيث تستجيب الأسواق بصورة دائمة إلى السير العشوائي للأخبار والمعلومات الايجابية والسلبية. [62] ص 29

بمعنى أن جميع المعلومات التاريخية تكون منعكسة في السعر، وبذلك لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد عليها.

2.1.3.1.3.2. فرض الصيغة المتوسطة للكفاءة

تفترض الصيغة المتوسطة للكفاءة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالمؤسسة الاقتصادية نفسها وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية. [61] ص 128-129

وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق، وكلما زادت سرعة استجابة السوق كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أي عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي. [61] ص 129

أي تقوم اختبارات الشكل متوسط الكفاءة على أساس قياس مدى وسرعة استجابة أسعار الأسهم لأي أحداث جديدة أو معلومات مرتبطة بالسوق، فالتوقيت هنا يعتبر عنصرا حيويا فقد لا تستجيب الأسعار لأي تغيرات بسرعة ومن ثم يتمكن بعض المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية. [41] ص 125

وعلى هذا الأساس، تركز هذه الصيغة على أن أسعار الأوراق المالية لا تكون انعكاسا للتغيرات السابقة فيها فقط، وإنما تمتد إلى كافة المعلومات الحالية والعامّة. ويلاحظ أن مجال ونوعية هذه المعلومات أكبر وأعم بكثير من تلك المعلومات في ضوء الصيغة الضعيفة.

3.1.3.1.3.2. فرض الصيغة القوية للكفاءة

وفق هذه الصيغة من الكفاءة، توفر السوق المالية للمتعاملين فيها جميع المعلومات المتاحة فيها وسواء كان مصدرها البيانات المالية المنشورة أو غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية والحالية عن أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة (معلنة وغير معلنة). [3] ص 33

أي بمعنى آخر تكون جميع المعلومات في السوق عامة بحيث لا تتوفر فرصة لنشؤ ما يسمى بظاهرة احتكار المعلومات من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية وهذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة صفراً، لأن الأسعار السائدة في السوق للأوراق المالية المتداولة ستكون في هذه الأحوال معادلة تماماً لقيمتها. [3] ص 33-34

لكن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفي تماماً من ناحية واقعية قدرة البعض على تحقيق أرباح استثنائية ولو في بعض الصفقات. وذلك بحكم قدرتهم غير العادية في التنبؤ والتحليل لكن مع ذلك فإن الأرباح ستتلاشى على المدى الطويل بحكم خسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربة. [3] ص 34

من خلال ما سبق، تقضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق، بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأصول هي كل المعلومات العامة والخاصة، إلا أن السوق الكفوءة بمعناها القوي لم يتحقق بعد وذلك لأنه لا يزال في الواقع العملي من هم لديهم القدرة على استخدام واستغلال ما يتوفر لهم من معلومات خاصة قد يكونون من كبار المستثمرين في الشركات أو مدراء أو أعضاء مجلس إدارة ومن ثم تحقيق أرباح غير عادية.

وتصل السوق إلى أعلى درجات الكفاءة حينما لا يستطيع أي فرد أو مؤسسة استخدام أي نوع من المعلومات في تحقيق أرباح غير عادية من فروق الأسعار، وتصل درجة كفاءة السوق إلى متوسطها إذا ما استطاع أحد المستثمرين استخدام المعلومات الجديدة في تحقيق الأرباح عن طريق فروق الأسعار بينما تكون ضعيفة إذا ما استطاع أحد المتعاملين من استخدام معلومات تاريخية لتحقيق هذه الأرباح على حساب الآخرين.

أما الافتراضات الثلاثة الخاصة بصيغة كفاءة السوق المالية قد تم إجراء مقارنة فيما بينها من خلال الجدول الموالي والذي يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة.

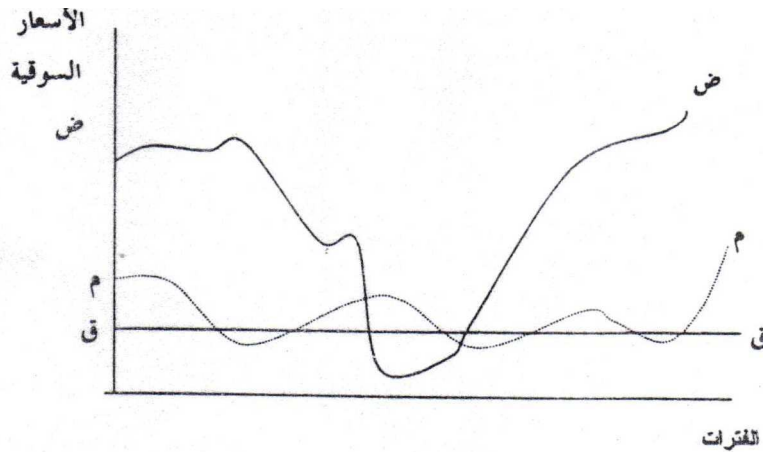
الجدول رقم 02: طبيعة العلاقة بين صيغ الكفاءة [77] ص 53

صيغة الكفاءة	مجموعة المعلومات التي تنعكس في أسعار الأوراق المالية
ضعيفة	الأسعار السابقة للأوراق المالية
متوسطة	كل المعلومات العامة المتوافرة
قوية	كل المعلومات العامة والخاصة

من خلال هذا الجدول، يلاحظ تداخل الصيغ مع بعضها البعض، فالمعلومات ذات العلاقة بالصيغة القوية تضم معلومات كل من الصيغة المتوسطة والضعيفة، وأن الصيغة المتوسطة تتضمن المعلومات العامة وتلك المعلومات التاريخية للصيغة الضعيفة.

ووفقا لما تضمنته الصيغ الثلاث للكفاءة، فإنه يمكن القول أن مجاميع المعلومات ذات الصلة بكل صيغة تندرج من حيث السعة والشمول، من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل للكفاءة. والشكل أدناه يوضح الأشكال المختلفة لكفاءة السوق.

شكل رقم 07: الأشكال المختلفة لكفاءة السوق [26] ص 163



يتضح من الشكل أن السوق المالية لكي تكون كفؤة بالصيغة المتوسطة فلا بد أن تكون كفؤة بالصيغة الضعيفة أولاً، ولكي تكون كفؤة بالصيغة القوية لا بد أن تكون كفؤة بالصيغة المتوسطة والضعيفة، والمنحنى (ض) يعكس التباين الكبير بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية، ليؤشر الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، في حين المنحنى (م) يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جداً بين سعر الورقة في السوق وقيمتها الحقيقية، إذ تكاد تكون الفروقات مساوية إلى الصفر لتعكس الكفاءة القوية للسوق، في حين تكون الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر عندما تتساوي القيمة الحقيقية مع سعر الورقة كما يعكسها الخط المستقيم (ق).

2.3.1.3.2. متطلبات كفاءة السوق

السوق الكفؤة هي تلك السوق التي تحقق تخصص أمثل للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ويتطلب تحقيق هذا الهدف توفر سمتين أساسيتين هما: [65] ص 501-502 كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

1.2.3.1.3.2. كفاءة التسعير

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

2.2.3.1.3.2. كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وكما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لتمام الصفقة عند حدها الأدنى.

وثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها: [26]

ص156

- السماح للمؤسسات والشركات أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه، وقد استخدم هذا الأسلوب لتحسين التشغيل في الأسواق الأمريكية، حيث صدر تشريع في أول مايو 1975 سمح بموجبه الشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه.
- جعل عمولة الشراء محلا للتفاوض بين العميل والسماسر بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط من التداول في السوق.
- من خلال القرارات التي تتخذها إدارة السوق لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين الطلب والعرض.

3.3.1.3.2. العوامل التي تضعف كفاءة السوق

هذه العوامل تحول دون تحقيق التخصص الكفؤ للموارد المتاحة وهي: [54] ص12-14

- توفر حالة الذعر بين المتعاملين في السوق: عندما تسود حالة من الذعر بين المتعاملين في السوق لأسباب قد تكون مجهولة كما حصل يوم الاثنين الأسود في 19 أكتوبر 1987 عندما أغلق مؤشر داوجونز الصناعي عند مستوى 1738.74 نقطة مسجلا بذلك انخفاضا قدره 508 نقطة أي بنسبة 21.62% عن مستواه السابق 2247.04 نقطة.
- إطلاق الإشاعات: عندما تسود السوق إشاعات وانطباعات لا تقوم على أساس صحيح من المعلومات تتسبب في أحداث تغيرات لا مبرر لها في أسعار الأوراق المالية.
- فشل آلية التصويت: عندما يضعف تأثير استخدام آلية التصويت بشكل يترتب عليه في أحوال كثيرة بقاء الإدارة في موقعها لفترة طويلة، رغم سوء استغلالها للموارد المالية المتاحة للمؤسسة.
- الممارسات غير الأخلاقية: عندما تسود السوق صور متعددة للممارسات غير الأخلاقية مثل البيع الصوري والشراء بغرض الاحتكار، واستغلال الثقة، واتفاقيات التلاعب.
- قدرة فئة معينة من الحصول على معلومات خاصة بشأن ما يجري في داخل المؤسسات، بما يمكنهم من إبرام الصفقات في التوقيت السليم وتحقيق أرباح طائلة على حساب مستثمرين آخرين.
- قد يتم التلاعب بأسعار الأوراق المالية من قبل الجهات التي أصدرتها ومثال ذلك ما يسمى (لعبة المساهمين الكبار) فعندما يرغب بعض المساهمين الكبار في الشركة بشراء كمية من أسهم الشركة،

يلجؤون إلى التقليل من أرباح الشركة بشكل مفتعل، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في السوق، فيقومون بشراء الأسهم بالسعر المنخفض. وعلى العكس من ذلك، عندما يرغب المساهمون الكبار ببيع أسهمهم في الأسواق بأسعار مرتفعة، فإنهم يلجؤون إلى تضخيم أرباح الشركة بشكل مفتعل أيضا، مما يتسبب في ارتفاع أسعارها، وبذلك يتمكنون من البيع بالأسعار المرتفعة.

- قد يتفق بعض المضاربين مع جهات معينة على أن تقوم هذه الجهات بشراء كميات معينة من بعض الأوراق المالية بهدف رفع أسعارها، أو العكس، قد يتم الاتفاق على بيع كميات معينة من بعض الأوراق المالية مع بعض الجهات بهدف دفع أسعارها نحو الانخفاض.

2.3.2. سيولة السوق المالية

تتأثر كفاءة السوق أيضا بدرجة سيولة الأوراق المالية، فسيولة السوق لها تأثير في رفع أو تخفيض قيمة السهم في السوق، فالمستثمرين يفضلون تلك الأسهم التي تتسم بدرجة سيولة عالية، ولا يترددون في رفع أسعار لها تفوق قيمتها الحقيقية، في حين يحصل العكس ليكون السهم دون سعره الحقيقي إذا ما أتسمت سوقه بدرجة منخفضة من السيولة.

وعلى هذا الأساس، يتم تقسيم المطلب على النحو الآتي:

- تعريف سيولة السوق المالية؛
- مواصفات سيولة السوق المالية؛
- أساليب تحقيق السيولة للأوراق المالية.

1.2.3.2. تعريف سيولة السوق المالية

يقصد بسيولة السوق " قدرة المتعامل في السوق في أن يبيع أو يشتري الأوراق المالية بسرعة وبسعر يكون قريبا من سعر الأوراق المالية التي أبرمت أخر صفقة." [8] ص 136

ويقصد بها كذلك بأنها "مجموعة الخصائص التي إذا توفرت في سوق ما جعلت من الممكن

سهولة تسويق الأوراق المالية فيه." [76] ص 115

وعليه، ينصرف مفهوم السيولة إلى سهولة تسويق الأوراق المالية، وثمة خصائص إذا توافرت

فإن السوق تتصف بالسيولة.

2.2.3.2. مواصفات سيولة السوق المالية

طالما أن لسيولة الورقة المالية تأثير على قيمتها السوقية فمن الملائم معرفة السمات التي إذا ما توافرت في السوق التي تتداول فيها الورقة المالية، يجعلها سهلة التسويق بحد أدنى من التقلب في قيمتها السوقية.

لقد حددت سيولة السوق من خلال ثلاث سمات هي:

- عمق السوق؛
- اتساع السوق؛
- سرعة استجابة السوق.

1.2.2.3.2. خاصية عمق السوق

يقصد بعمق السوق أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المعنية بعضها يحمل أسعار أعلى من السعر الجاري في السوق، وبعضها يحمل أسعار أقل، ونتيجة لهذا التعامل النشط بيعا وشراء فإن أي خلل في التوازن في الكميات المطلوبة أو المعروضة عادة ما يسفر عن تغير طفيف في السعر، وهو ما يعني ضائلة الخسائر الرأسمالية إذا حدثت. بعبارة أخرى، تتسم السوق العميقة بأن تقلباتها السعرية تكون في مدى أو نطاق محدودة، بسبب الأوامر المستمرة التي من شأنها أن تعيد للسوق توازنها بسرعة كلما حدث خلل فيها. [65] ص 406

وعلى العكس من ذلك تتسم السوق غير العميقة أي الضحلة بقلة وعدم استمرارية أوامر البيع والشراء، ومن ثم فإن الخلل في التوازن بين العرض والطلب من شأنه أن يؤدي قفزات سعرية كبيرة، ففي حالة زيادة العرض عن الطلب ينخفض سعر الورقة بدرجة كبيرة مما يعرض حاملها لخسائر كبيرة، قد تضطره إلى تأجيل قرار البيع. أما في حالة زيادة الطلب عن العرض فقد يرتفع السعر إلى الدرجة التي يضطر معها المستثمر الراغب في الشراء إلى الانتظار على أمل انخفاض سعرها، وكما يبدو فإن طول فترة الانتظار حتى يرتفع السعر أو ينخفض مرهونة بحدوث التوازن بين العرض والطلب. [65] ص 406-407

ووفقا لفكرة علاقة التوازن أو التعويضية بين المخاطر وبين العائد والتي تقضي بأنه كلما زادت المخاطر ارتفع العائد المطلوب، يصبح من المتوقع أن لا يقبل صانع السوق شراء الورقة التي يتسم سوقها بالضحالة إلا إذا كان هامش الربح المرتقب كبيرا بالقدر الذي يحقق له الحماية من المخاطر

تعرضه للخسائر الرأسمالية نتيجة لضحالة السوق، والعكس يصبح صحيحا بالنسبة للأوراق المالية التي يتسم سوقها بالعمق. ومما يذكر أن من أهم متطلبات السوق العميقة وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين، حتى لا توجد أوامر شراء أو بيع حائرة لا تجد الطريق للتنفيذ. [65] ص 407

2.2.2.3.2. خاصية اتساع السوق

يقال أن السوق واسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، وهذا يحقق الاستقرار النسبي في سعرها، ويقلل بالتالي من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، ففي هذه السوق لا يوجد الدافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قراره بالتعامل في الورقة، كما أنه من المتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح صغير لأنه سيعوض ذلك من ارتفاع معدل الدوران في هذه الورقة. [76] ص 119

وعلى هذا الأساس، فالفرق بين السوق العميقة والسوق المتسعة، هو أنه في السوق العميقة تكون أوامر البيع والشراء مستمرة عند مستويات أعلى وأدنى من سعر السوق، أما السوق المتسعة فتكون فيها الأوامر ليس فقط مستمرة ولكن أيضا كبيرة.

3.2.2.3.2. خاصية سرعة استجابة السوق

ويقصد بها أن أي خلل محتمل حدوثه في الكمية المطلوبة والكمية المعروضة من الورقة المعينة يمكن معالجته بسرعة من خلال أحداث تغيير طفيف في الأسعار، وهذا يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسمالية التي يتعرض لها حامل الورقة، مما يقلل من تردده في بيعها، كما أنه، من الناحية الأخرى، لا يحفز المشتري المحتمل لها على الانتظار لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل. ويلاحظ أن هذه الخاصية، كما سبق ذكره، تتطلب توافر وسائل الاتصال الفعالة بين الأطراف المتعاملة في السوق. [76] ص 119

وعليه، يتوقع أن يقبل صانع السوق تلك الورقة بهامش ربح منخفض، نظرا لضالة المخاطر التي يتعرض لها مخزونه إذا ما انخفضت الأسعار.

3.2.3.2. أساليب تحقيق السيولة للأوراق المالية

وثمة أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات، وأهمها: [26] ص 165-166

- طرح الأسهم للاكتتاب العام بدلاً من الطرح الخاص لها، إذا يتيح الطرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتراة في أي وقت، الأمر الذي ينشط حركة التداول للسهم بالسوق ويسهم في رفع سيولة السهم.

- تسجيل للأوراق المالية في السوق، إذ من شأن ذلك أن يساعد المستثمرين باستمرار على الحصول عن معلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، فضلاً عن توفير معلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق المسجلة مقارنة بغيرها.

- إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة، ومن شأن أن يجذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الإقبال على هذه الأوراق ومن ثم زيادة معدل دورانها، ومؤدى ما تقدم تشجيع صناع السوق على قبول هامش ربح منخفض بما يزيد قيام العديد من الشركات بتجزئة أسهمها عدة مرات وذلك بهدف تخفيض قيمتها السوقية لتنشيط حركة التداول عليها ومن ثم رفع مستوى سيولتها.

3.3.2. مؤشرات تطور السوق المالية

ولقياس درجة تطور السوق المالية، ثمة مؤشرات عدة تستخدم لذلك الغرض أهمها:

[26]ص211-220

- مؤشرات حجم وسيولة السوق؛
- مؤشرات تمركز وعدم استقرار السوق ؛
- مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية؛
- مؤشرات اندماج السوق وتسعير الأصول.

1.3.3.2. مؤشرات حجم وسيولة السوق

قبل تبيان مؤشر سيولة السوق، سيتم توضيح مؤشرات حجم السوق على النحو الموالي:

1.1.3.3.2. مؤشرات حجم السوق

ثمة مؤشران لقياس حجم السوق هما:

- نسبة رأس مال السوق؛
- عدد الشركات المدرجة بالسوق.

1.1.1.3.3.2. نسبة رأس مال السوق

تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. ومن الناحية الاقتصادية، ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم السوق يرتبط إيجاباً أو سلباً بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر. ومؤدي ذلك أن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة السوق على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرتها على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق التي تستثمر مواردها.

بيد أن هذا المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كلية للدلالة على درجة تنمية السوق، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق، في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيراً. ومضمون ما تقدم أن السوق المالية قد تكون كبيرة وفقاً لمؤشر نسبة رأس مال السوق ولكنها غير نشطة.

2.1.1.3.3.2. عدد الشركات المدرجة

يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في السوق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق. باعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في السوق قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، الأمر الذي قد ينعكس إيجاباً على الاقتصاد الوطني.

غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر نسبة رأس مال السوق. إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيراً.

2.1.3.3.2. مؤشرات السيولة

تسمح السيولة للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبتكلفة يسيرة، فإنها تجعل الاستثمار المالي أقل خطر وتسهل من الاستثمار طويل الأجل. وتواجه الأسواق التي تفتقر للسيولة بحذر من المستثمرين لأنهم لن يتمكنوا من الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبونه.

وفي السوق مرتفعة السيولة، تزيد فرص الشركات المدرجة بها في الحصول على احتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة، سواء عن طريق إصدار سندات أو زيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار المزيد من الأسهم. كما أن الاقتصاد الذي يتميز بوجود سوق سائلة للأوراق المالية، يجعل من الأصول المالية أكثر قبولا كضمان للقروض المصرفية ويعزز من ثم الاستثمار.

ويجب أن يأخذ القياس الشامل لسيولة السوق المالية في الاعتبار كل تكاليف المعاملات شاملة تكلفة الوقت وعدم التأكد المرتبطين بإتمام وتسوية المعاملات. غير أن عدم توافر البيانات الخاصة بتلك العناصر يحول دون الوصول إلى ذلك المقياس.

وثمة مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة السوق هما:

- نسبة حجم التداول أو التعاملات،

- معدل الدوران.

1.2.1.3.3.2. نسبة حجم التداول

تمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق المقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. وتشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في السوق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني. وتكمل نسبة التداول نسبة رأس مال السوق، إذ أن نسبة رأس مال السوق قد تكون مرتفعة فحين أن حركة التعاملات فيه ضعيفة.

2.2.1.3.3.2. معدل الدوران

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في السوق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق. ويكمل معدل الدوران نسبة رأس مال السوق، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة. فهي صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق ونشطة لارتفاع معدل الدوران ومن ناحية أخرى يكمل معدل الدوران

نسبة التداول، فعلى حين توضيح نسبة التداول حجم المعاملات في السوق المالية بالنسبة لحجم السوق، فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران.

2.3.3.2. مؤشرات تمركز وعدم استقرار السوق

قبل تبيان مؤشر عدم استقرار السوق، سيتم توضيح مؤشر درجة تمركز السوق فيما يلي:

1.2.3.3.2. مؤشر تمركز السوق

يشير مؤشر درجة التمركز إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، إذ قد تسيطر في العديد من البلدان بضعة شركات على السوق الأمر الذي يعني ارتفاع درجة التمركز في السوق. وتعد درجة التمركز المرتفعة أمراً غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق.

2.2.3.3.2. مؤشر عدم الاستقرار

تشير درجة التذبذب إلى مدى وجود تقلبات في العوائد في السوق، بمعنى آخر فإنها تشير إلى عدم استقرار السوق، وتقاس درجة عدم استقرار السوق بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في الأسواق المالية، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهراً على أن يتم تنقيتها من الارتباط الذاتي.

وعادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشراً لتطور السوق. غير أنه في بعض الأحيان قد يؤخذ ارتفاع درجة التقلب على أنه مؤشر لتطور السوق بقدر ما تظهر معلومات تتضمن التقلب ولا تعكسها إلا السوق الجيدة فقط.

3.3.3.2. مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية

يمكن للعوامل المؤسسية والتنظيمية أن تؤثر على سير الأسواق المالية. فقواعد الإفصاح الإجمالي توفر معلومات عن الشركات والوسطاء الماليين، ومن شأن ذلك أن يعزز من مشاركة المستثمرين في الأسواق المالية.

ورغم صعوبة قياس التنمية المؤسسية والتنظيمية التي تتسم بطابعها الكيفي إلا أن هذا لم يمنع من وجود محاولات جادة لقياسها. وبرزت تلك المحاولات ما قام به كل (DEMIRGUC.KUNT&LEVINE) حيث قاما بتجميع معلومات من مؤسسة التمويل الدولية تتعلق بالأسواق المالية في بعض الدول بنيا على أساسها سبعة مؤشرات مؤسسية وتنظيمية بيانها كما يلي:

- يوضح المؤشر الأول ما إذا كانت الشركات المدرجة في السوق المالية، تنشر المعلومات المتعلقة بالأسعار والأرباح. وتعطي قيمة صفر أو واحد، حيث تشير القيمة واحد إلى أن المعلومات دقيقة وشاملة وتنشر على المستوى الدولي.

- يقيس المؤشر الثاني مستوى المعايير المحاسبية المطبقة، حيث تخصص قيمة صفر، 1، 2، للدول التي تتبنى معايير محاسبية ضعيفة أو كافية أو حسنة على التوالي.

- يقيس المؤشر الثالث نوعية و جودة قوانين حماية المستثمرين وفقا لرؤية مؤسسة التمويل الدولية حيث تعطي قيم صفر، 1، 2 للإشارة أن قوانين حماية المستثمرين المطبقة ضعيفة أو كافية أو جيدة على التوالي.

- ويشير المؤشر الرابع إلى وجود لجنة للسوق والأوراق المالية ونظم المقاصة وتسوية العمليات.
- وتقيس مؤشرات 5، 6، 7، القيود على إعادة تحويل التوزيعات والأرباح وكذلك أصل رأس المال من طرف المستثمرين للخارج (مؤشر 5، مؤشر 6)، وإمكانية مشاركة الأجانب في الاستثمارات الداخلية (مؤشر 7).

حيث تعطي قيم صفر أو 1 أو 2 للإشارة إلى أن تدفقات رأس المال للخارج أو الداخل مقيد بشكل مطلق أو بشكل نسبي أو محرر بالكامل على التوالي.

ويتم حساب ما يسمى بالمؤشر المتوسط بالتنمية المؤسسية والتنظيمية بأخذ متوسط قيم المؤشرات السبعة السابقة. فإذا كانت $S_1.S_2.....S_n$ هي مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية السالف ذكرها، فإن المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية والتنظيمية (S) يحتسب كالتالي:

$$S = \sum_{i=1}^{i=n} S_i \setminus N$$

4.3.3.2. مؤشرات اندماج السوق وتسعير الأصول

في ظل الأسواق المالية المندمجة ماليا بالكامل في الأسواق الدولية، يتدفق رأس المال عبر الحدود بشكل يضمن تساوي تسعير الخطر عبر الحدود. يعبر عن سعر الخطر بالعلو أو التعويض الذي يتلقاه المستثمرون نتيجة لتحملهم الخطر.

وبشكل معاكس، فإن انفصال الأسواق المحلية عن الأسواق الدولية بوضع عوائق على رأس المال تقيد من تحركاته عبر الحدود، تجعل تسعير الخطر مختلفا، حيث تتباين علاوات الخطر بين البلدان حسب القيود المفروضة على تدفقات رأس المال.

وقد تؤدي القيود إلى وجود مجموعتين من الأصول المالية:

- الأولى غير مقيدة يمكن أن يمتلكها كل من المستثمرين الوطنيين والأجانب على حد سواء.
- والأخرى مقيدة وتقتصر حيازتها على المستثمرين الوطنيين.

ويمثل الفرق السعري بين الأصول المقيدة والأصول غير المقيدة شريطة تساوي عوائدها. مقياس مباشر لتأثير القيود على رأس المال ومن ثم درجة اندماج للسوق الوطنية للأوراق المالية في السوق الدولية.

وبعد أن تم التعرض لهذه المؤشرات بالتفصيل، تجدر الإشارة إلى أن قياس درجة تنمية السوق المالية لا يمكن أن يتم استنادا إلى معيار واحد أو عدد محدود من المعايير، ذلك أن كل معيار يعاني من بعض أوجه القصور الإحصائي أو المفاهيمي. لذلك قد يكون من الضروري الاستناد إلى معايير مركبة تغطي كافة مظاهر التعدد في مفهوم تنمية السوق المالية.

خلاصة الفصل الثاني

يكفل سير وتنظيم السوق المالية هيئات وأطراف متدخلة فيه ويتكون السوق من ثلاثة أركان رئيسية هي أصحاب الفائض والعجز والوسطاء، ويتعامل فيها وفقا للعمليات العاجلة أو الآجلة، وبناء على أوامر الشراء أو البيع. إن إقامة سوق مالية يستوجب ضرورة توفير عدد من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق.

كما تلعب المعلومات دورا مهما في الأسواق المالية بشكل عام وترتبط أهمية المعلومات بمفهوم كفاءة السوق، حيث إن مضمون الكفاءة للسوق يتحدد بمدى انعكاس المعلومات العامة والخاصة بالأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع، لكي تكون تلك الأسعار أسعار عادلة تعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية.

وفي ضوء هذا يمكن تصنيف كفاءة الأسواق المالية في ثلاثة مستويات وأشكال حيث تتحدد الكفاءة بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتوفرة وتتمثل هذه الأشكال في الصورة الضعيفة والمتوسطة والقوية لكفاءة السوق. فالصيغة الضعيفة تقضي أن الأسعار الحالية في السوق تعكس جميع المعلومات التاريخية.

أما الصيغة المتوسطة فاختبارها تضمنت أن المعلومات العامة والمعلن عنها ومتاحة للجميع تنعكس بالأسعار السوقية للورقة المالية. في حين الصيغة القوية تحققها أمر صعب يكمن في صعوبة تحديد طبيعة المعلومات الخاصة (السرية) ومن يمتلك هذه المعلومات، وبالتالي صعوبة تحديد بدقة مدى انعكاس المعلومات العامة والخاصة بالأسعار السوقية.

هذا ويشترط لكفاءة السوق المالية توفر سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل لضمان التسعير العادل وبكفاءة صفقة منخفضة. ولقد حددت سيولة السوق من خلال ثلاث سمات هي عمق السوق واتساع السوق وسرعة استجابة السوق. ولتحديد درجة تطورها يتم النظر إلى ثلاثة أبعاد:

- خاصية حجم السوق وسيولته .
- الخاصية المؤسسية والتي تشير إلى درجة التقدم في مجال الإفصاح وتدفق المعلومات والشفافية وتكاليف المعاملات.
- الخاصية الخاصة بقدرة السوق على تسعير الأصول المالية واستقرار العوائد على الأصول المالية.

الفصل 3

الأسواق المالية العربية: نشأتها، خصائصها وتطورها

كيف نشأت هذه الأسواق، ولماذا تفاوتت زمنيا في النشأة وكيف تطورت حتى أخذت شكلها الحالي؟ إن الناحية التاريخية لا تهمنا في معرض دراستنا إلا من حيث دلالتها في سياق التطور الذي وصلت إليه الأسواق في وضعها وهي تضطلع بدورها والمرقب في التحويلات الاقتصادية التي تشهدها الدول العربية.

تتبع أهمية الطاقة الاستيعابية كأحد المقومات الأساسية للأسواق المالية العربية من أنها تعكس جانب الطلب على التمويل الاستثماري الكلي، وفيما يتعلق بالطلب على التمويل الخارجي فهو يعكس حجم الفجوة ما بين الموارد المحلية المتاحة للاستثمار (المدخرات المحلية) وحجم التمويل الكلي اللازم للمشروعات.

وفي هذا الإطار، ظلت الأسواق المالية العربية، رغم حداثة بعضها وعراقة البعض الآخر منها، تحتل مكانا هامشيا في الأسواق المالية حيث تعرضت هذه الأسواق خلال السنوات الأخيرة إلى الإصلاح والتحديث، ولكن أدائها يكشف أنها تتميز بسمات وتتاثر بمجموعة من المعوقات التي أسهمت بتأطير وضعها.

يهدف هذا الفصل إلى دراسة السوق المالية لكل دولة عربية على حده لمعرفة تاريخ نشأتها وطبيعتها، واستعراض التجربة الإجمالية للأسواق المالية العربية، بما في ذلك أوضاعها وعوامل قصور وضعف الأسواق المالية العربية إلى غير ذلك من العوامل التي تدخل في تقييم هذه الأسواق ذلك حتى نستطيع أن نستخلص النتائج التي تؤدي إلى معرفة عوامل القوة والضعف.

وعلى هذا الأساس، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- الإطار التشريعي والتنظيمي للأسواق المالية العربية وأهميتها؛

- الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المالية في الجزائر؛

- واقع الأسواق المالية العربية.

1.3. الإطار التشريعي والتنظيمي للأسواق المالية العربية وأهميتها

أدركت الدول العربية خلال السنوات الأخيرة أهمية إنشاء وتطوير الأسواق المالية، من منطلق أن مثل هذه الأسواق سوف تساعد على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي وتشجيع حركة انتقال هذه الموارد من بلدان الفائض المالي إلى بلدان العجز المالي في المنطقة العربية.

ولتوضيح ما سبق، تم تقسيم هذا المبحث إلى أربعة مطالب هي:

- لمحة تاريخية عن الأسواق المالية العربية ودوافع قيامها؛
- الأسواق المالية لدول الفائض المالي والحرية الاقتصادية؛
- الأسواق المالية لدول العجز المالي والحرية الاقتصادية.

1.1.3. لمحة تاريخية عن الأسواق المالية العربية ودوافع قيامها

يتناول هذا المطلب المحاور الآتية:

- لمحة تاريخية؛
- دوافع قيام الأسواق المالية العربية وأهميتها؛
- تصنيف الدول العربية من حيث طبيعة الأسواق المالية.

1.1.1.3. لمحة تاريخية

حتى النصف الأول من الستينات لم يكن في المنطقة العربية سوى بلدان لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما مصر ولبنان اللذين تم تأسيسهما بين العامين 1899 و 1920 وقبل نهاية الستينات، خطت كل من المغرب ثم تونس (1969) نحو إقامة بورصة للأوراق المالية تطويراً لآلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما.

وخلال النصف الثاني من السبعينات شهدت كل من الكويت والأردن افتتاح بورصة الأوراق المالية سميت سوق الكويت للأوراق المالية عام 1977 ثم تبعها إنشاء سوق عمان المالية عام 1978. وقبل أن تنتهي عقد الثمانيات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988. وسلطنة عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989. وتلا ذلك في بداية التسعينات إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993 ثم

بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع عام 1995 الذي شهد أيضا افتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام نحو خمسة عشر عاما.

وشهد أيضا عام 1996 افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية كما أن السعودية تطور سوقها المالية وفقا لأسس قانونية جديدة. [78] ص 263

إلا أن نهاية عقد التسعينيات وهو العقد الأخير من القرن العشرين قد شهد تطورات هامة باتجاه إنشاء بورصات جديدة حيث تم ذلك في كل من قطر والجزائر 1999 ودولة الإمارات العربية المتحدة عام 2000.

لقد أصبح في المنطقة العربية أربع عشرة بورصة منظمة في كل من المغرب وتونس ومصر (القاهرة والإسكندرية) والسودان والأردن والكويت والعراق والبحرين وسلطنة عمان ولبنان وقطر وفلسطين ودولة الإمارات العربية والجزائر مع وجود سوق نشطة للتداول في المملكة السعودية واليمن التي تسعى لافتتاح بورصتها. وهناك جهود جادة في كل من سوريا وموريتانيا لإنشاء بورصة منظمة في كل منهما.

ويبقى عدد من الدول العربية لا يوجد بها بورصات وهي جيبوتي والصومال وليبيا.

2.1.1.3. دوافع قيام الأسواق المالية العربية وأهميتها

حظي موضوع إنشاء وتطوير الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة باهتمام الحكومات والمؤسسات الدولية التي أبدت عناية خاصة بطرق ووسائل تمويل التنمية الاقتصادية ذاتيا إلى حد كبير وقد أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير الأسواق المالية للأسباب الآتية: [78] ص 266-267

- يتمثل في الإخفاق الناجم في سياسات الاستدانة والعون الخارجي لحل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي والمحلي فضلا عن إخفاق السياسات المالية في الستينيات والسبعينيات التي كانت تعتمد على الضرائب بشكل رئيسي في زيادة الواردات وعدم تمشي سياسة الإنفاق على المشاريع والبنى التحتية مع الإمكانيات الاقتصادية من جهة أخرى. لقد دفع ذلك الإخفاق إلى تبني سياسات هادفة إلى تشجيع الادخارات المحلية الخاصة وتوجيه تلك الادخارات نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها.

- يكمن في التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية ولفت الانتباه لدى عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأدوات المالية والأسواق المالية التي تستخدم فيها.
- ويتمثل في نجاح النماذج التي أظهرت في تحقيق بعض الدول نتائج إيجابية.

وتبرر الحاجة إلى الأسواق المالية العربية بدرجة كبيرة في اقتصاديات الدول العربية من خلال أهمية عمل هذه الأسواق، وضرورة اتخاذ ما يلزم لتطويرها من أجل خدمة الاقتصادات هذه، والتي يمكن أن تتمثل فيما يلي: [35] ص 344-347

- الحاجة إلى تطوير الاقتصادات العربية، ذلك أن معظم الدول العربية إن لم تكن جميعها تقريبا، تعاني من ضعف درجة التطوير، ومن اختلال هيكلها الإنتاجي، والذي يرتبط به ضعف قدرتها على توليد الدخل والنتائج القومي، وضعف قدرتها على توفير فرص العمل، وانخفاض صادراتها كما، وضعف درجة تنوع هذه الصادرات بسبب اختلال هيكل الإنتاج فيها، وضعف البنية التحتية فيها والمتمثلة بمرافق رأس المال الاجتماعي كالطرق والجسور ومشروعات الماء والكهرباء والتعليم والصحة وما إلى ذلك.

وهو الأمر الذي يستدعي حاجة ماسة وواسعة إلى توفير التمويل اللازم للقيام بكافة هذه المجالات والجوانب من أجل تطوير اقتصادات الدول العربية، وهو الأمر الذي تبرر معه الحاجة إلى الأسواق المالية العربية التي يمكن أن تسهم في توفير مثل هذا التمويل من أجل توسيع وتنويع وتطوير الاقتصادات هذه.

- وجود تباين واضح في المدى الذي تتوفر فيه الأموال بين الدول العربية، حيث تتوفر بدرجة أكبر الموارد المالية لدى بعض الدول العربية، وبالذات الدول النفطية في حين تشح فيه الموارد المالية وبدرجة كبيرة لدى البعض الآخر من الدول العربية غير النفطية، وهو الأمر الذي يمكن أن يتحقق معه استخدام لبعض الموارد المالية العربية في حالة تنظيمها وتطورها بما يضمن تحقيق ذلك.

وبهذا، فإن هذه الأسواق يمكن أن تسهم في حالة تطورها في تحقيق تعاون عربي أوسع مدى وأكثر قوة، وبالشكل الذي يمكن أن يقود إلى تكامل الاقتصادات العربية ويسهم بالتالي في تحقيق تطور من خلال تعاونها وتكاملها وبالذات في المجالات التي تعجز في الأقطار منفردة أي كل على حده في القيام بها كمجالات الصناعة الإنتاجية (صناعة الآلات والمكائن) وتطوير القدرة التكنولوجية العربية، والصناعية العسكرية.. وما إلى ذلك.

وعليه، يمكن إقامتها من خلال الجهد العربي المشترك بالاعتماد على الموارد المالية من بعض الدول العربية، والموارد البشرية وبالذات ما يرتبط منها بنوعية هذه الموارد، وذلك من خلال ما يتاح من تمويل لذلك عن طريق الأسواق المالية العربية.

- توجه العديد من الدول العربية نحو الخصوصية سواء من خلال تحويل مشروعات القطاع العام إلى مشروعات خاصة، أو من خلال توسيع دور القطاع الخاص إلى وزيادة درجة الاعتماد عليه في القيام بالنشاطات الاقتصادية، وهذا يقتضي الحاجة إلى توفير التمويل للقطاع الخاص حتى يؤدي دوره في الاقتصاد، وهو الأمر الذي يمكن أن تسهم به الأسواق المالية العربية في حالة تطورها، اعتماداً على تطوير عرض أدوات التعامل في هذه الشركات المساهمة، وكذلك من خلال الطلب على هذه الأدوات في الأسواق هذه.

- الإصلاحات الاقتصادية التي تجري في الدول العربية وما يرافقها من تغييرات تتمثل بتخفيف القيود التي تفرضها الحكومات على عمل النشاطات الاقتصادية، ومنحها بذلك حرية أكبر في قيامها بهذه النشاطات، وبالشكل الذي يترافق مع تغييرات هيكلية في الاقتصاد نتيجة التوجه نحو الاعتماد على آلية السوق بدلاً من الاعتماد على التدخل الحكومي وهو ما يمكن أن يسهم في توفير البيئة المناسبة لعمل الأسواق المالية العربية حتى تؤدي دورها في الإسهام في إجراء الإصلاحات الاقتصادية والتغييرات الهيكلية هذه.

- التطورات المتزايدة والمتسارعة في العالم، وبالذات ما يتصل منها بعمل الأسواق المالية سواء من خلال تنوع الأدوات المستخدمة في تعاملاتها، ومن خلال توفر الإمكانيات للحصول على المعلومات بقدر أوسع، وبشكل أسهل، وبسرعة أكبر، وبكلفة أقل، وكذلك في إجراء التعاملات، باستخدام المستندات التي تتطور باستمرار، وكل هذا يستدعي تطوير مائل للأسواق المالية العربية اعتماداً على الإمكانيات التي تتيح إحداث مثل هذا التطوير فيها.

وبالإضافة إلى ذلك، ومع الإصلاحات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها الأسواق المالية العربية خلال التسعينيات لاسيما أن الفترة التي تزامنت مع توقيع اتفاقيات الجات وما تلاها من توقيع اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار منظمة التجارة العالمية أصبحت هذه الأسواق أكثر انفتاحاً على الاستثمار الأجنبي وبدرجات متفاوتة تتراوح بين الانفتاح المطلق بدون قيود وبين ترك الباب موارباً وبشروط ونسب معينة لاستثمارات الأجانب في السوق.

وإذا كانت اتفاقية تحرير الخدمات المالية التي وقعت في ديسمبر 1997 تشكل الإطار الدولي لتحرير الأسواق المالية بما فيها الأسواق العربية الموجودة في الدول الموقعة عليها، فإن هذه الاتفاقية تنص على إزالة كل القيود أمام مشاركة الأجانب في السوق المالية سواء في عمليات الاكتتاب أو شركات السمسرة والتجارة في الأوراق المالية أو المقاصة والتسوية، أو التسويق وتنشيط السوق، أو إدارة محفظة المخاطر، لكن الدول العربية تتفاوت في التزامها بمستوى تحرير أسواقها حتى بالنسبة للدول العربية الموقعة على اتفاقية تحرير الخدمات المالية.

3.1.1.3. تصنيف الدول العربية حسب طبيعة الأسواق المالية

تختلف الأوضاع الاقتصادية من بلد عربي لآخر، ولقد وردت عدة تقسيمات نتيجة لهذا التباين ويمكن تصنيف الدول العربية إلى مجموعات مختلفة لها صفات رئيسية تختلف عن غيرها من الدول العربية من حيث الأوضاع الاقتصادية وحسب مستوى تطور أطرها القانونية وتنظيم أسواقها وهذه المجموعات هي: [79] ص 64

- دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية، وتشمل هذه المجموعة دول مجلس التعاون الخليجي والمتمثلة في السعودية والبحرين والكويت والإمارات وقطر، حيث تتمتع هذه الدول بالفوائض المالية والحرية الاقتصادية، وبما يذكر بعض الدول لديها أسواق أوراق مالية منظمة في حين يحاول البعض الآخر وضع الترتيبات اللازمة لإنشاء مثل هذه الأسواق.
- دول العجز المالي والحرية الاقتصادية، وتقع ضمن هذه المجموعة خمس دول هي الأردن ولبنان ومصر والمغرب وتونس حيث يتوفر لدى هذه الدول كافة أسواق مالية منظمة.
- الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية، وتمثل هذه الدول كل من العراق وسوريا والجزائر وليبيا، حيث أعطت هذه الدول القطاع العام الدور الأساسي في التنمية الاقتصادية غير أنه يجري خلال السنوات الأخيرة تحولات أساسية على المستويين الدولي والمحلي انعكست على توجه هذه الدول لزيادة دور القطاع الخاص في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية ما أدى اتخاذ هذه الدول لإجراءات اللازمة لتطوير أسواقها المالية وكونها الركيزة الأساسية لتنمية اقتصادها وتحقيق الإصلاحات الاقتصادية المطلوبة.

بالإضافة إلى ذلك توجد مجموعة أخرى تضم: [19] ص 307-308

تضم هذه المجموعة خمس دول وهي جيبوتي، موريتانيا، السودان، الصومال، واليمن، والتي تتميز بالنشاط الاقتصادي المتدني وتفند إلى النوعية والحجم الكافي من النشاط والإطار المؤسسي المناسب، والتي لا يبرر حجم نشاطها الاقتصادي تأسيس أسواق مالية متطورة ومع ذلك فإن، بعض هذه الدول تعمل تدريجياً على إصدار تشريعات اقتصادية ومالية، وتنفذ عدد من السياسات التصحيحية لحشد المدخرات المحلية وتحسين المناخ الاستثماري العام، وهذا ما يمكنها من توفير أرضية مناسبة لإقامة وتطوير السوق المالية.

2.1.3. الأسواق المالية لدول الفأض المالي والحرية الاقتصادية

سوف نتطرق إلى بعض الأسواق المالية في الدول العربية التي تتمتع بالفأض المالي والحرية

الاقتصادية وهي:

- السوق المالية في المملكة العربية السعودية؛
- السوق المالية في البحرين؛
- السوق المالية في الكويت؛
- السوق المالية في الإمارات العربية.

1.2.1.3. السوق المالية في المملكة العربية السعودية

قبل التطرق لنظام السوق المالية في المملكة العربية السعودية سيتم الإشارة إلى نبذة تاريخية

عنها على النحو الموالي: [80]

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينيات عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات. ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنبا إلى جنب مع عمليات السعودة للبنوك الأجنبية في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة. وقد تم طرح كم هائل من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة.

وبقية السوق غير رسمية حتى أوائل الثمانينيات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظمة للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك. وفي عام 1984، تم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد بهدف تنظيم وتطوير السوق. وقد عهدوا إلى

مؤسسة النقد العربي السعودي مهمة المراقبة والمتابعة والإشراف اليومي على عمليات تداول الأسهم في السوق.

وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول. وفي عام 1984 تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية. وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة، وتقوم بتسوية وتفاصيل جميع عمليات الأسهم. وقد أدخل نظام التسوية الآلية والتفاصيل في عام 1989.

وفي عام 1990 تم تطبيق أول نظام اليكتروني متكامل للتداول والتسويات والمقاصة، وفي أكتوبر من عام 2001 تم إطلاق نظام تداول الذي أحدث نقلة نوعية وذلك بإدخال تقنيات متقدمة وإضافة مزايا وخصائص جديدة لنظام التداول. وكجزء من التطورات التنظيمية الواسعة التي تهدف إلى مواكبة التطورات العالمية وتحسين البيئة الاستثمارية فقد قامت المملكة بمراجعة العديد من الأنظمة القائمة وتحديثها، وإصدار أنظمة جديدة وحديثة تلبي متطلبات التنمية والتحديث، وقد كان في مقدمة هذه الأنظمة إصدار نظام السوق المالية الذي يهدف إلى إعادة هيكلة سوق المال بالمملكة وفق أحدث الأسس والمعايير الدولية المطبقة في هذا المجال.

1.1.2.1.3 نظام السوق المالية

صدر نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم 30 بتاريخ 2003/7/31. ويهدف النظام إلى إعادة هيكلة السوق المالية بالمملكة على أسس جديدة متطورة من شأنها تعزيز الثقة والجاذبية للسوق والمستثمرين بما يضمن تعزيز الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية، وتوفير العدالة في التعامل وحماية المتعاملين بالأوراق المالية. [80]

وقد وفر النظام لأول مرة مرجعية نظامية متكاملة للسوق توضح الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق وتحديد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح من خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق من خلال استحداث مؤسسات جديدة للسوق ولجان للفصل في المنازعات تتمثل فيما يلي: [80]

- هيئة السوق المالية.

- السوق المالية (سوق الأوراق المالية).

- مركز إيداع الأوراق المالية.
- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

1.1.1.2.1.3. هيئة السوق المالية

في تاريخ 2003/7/31، تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم 30. وتمثل الجهاز الحكومي المسؤول عن إدارة وتنظيم السوق المالية السعودية(تداول)، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتهدف لتنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة، ولها وضع وفرض اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين، وضمان العدالة والكفاءة في السوق المالية السعودية(تداول).

2.1.1.2.1.3. تأسيس شركة السوق المالية السعودية(تداول)

يأتي القرار المؤرخ في: 2007/03/19 المتضمن تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم شركة السوق المالية السعودية (تداول) تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم: 30، والتي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة.

ومن أهم أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وايداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها. ويبلغ رأسمال الشركة 1,2 مليار ريال، مقسماً إلى 120 مليون سهم متساوية القيمة، وهي أسهم نقدية أكتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة. وقضى القرار بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدده الجمعية العامة غير العادية للشركة.

2.1.2.1.3 الضوابط والإجراءات

يقصر الاكتتاب كقاعدة عامة في الأوراق المالية المصدرة محلياً على المواطنين السعوديين باستثناء الشركات السعودية المشتركة مع مواطنين في دول الخليج، وفيما يتعلق بإمكانية طرح أوراق مالية جديدة لشركات غير سعودية فإن الترخيص بذلك يكون بقرار من وزير التجارة بالاتفاق مع وزير المالية والاقتصاد، أما بالنسبة لشركات الوساطة العربية فمن غير المسموح لها أن تدخل في السوق لضمان إصدارات الشركات السعودية أو لبيع ما عندها من إصدارات لأوراق مالية عربية.

أما عن مدى انفتاح السوق الثانوية عربيا من الخارج إلى الداخل فلا يسمح نظام تداول الأسهم للمستثمرين العرب بالتداول في أسهم الشركات السعودية. كما لا يسمح بإدراج أوراق مالية عربية في السوق الثانوية السعودية، وبالنسبة لمدى انفتاح السوق عربيا من الداخل إلى الخارج فلا توجد أي قيود أو شروط تحد من حرية المستثمر السعودي في تحويل أمواله واستثمارها خارج المملكة في مختلف المجالات إذ لا يوجد نظام للرقابة على النقد. [78] ص 246-247

ويخضع المقيمون غير السعوديون، بغض النظر عن جنسياتهم، ممن يرغبون بفتح محافظ استثمارية لتداول الأسهم في السوق المالية السعودية (تداول) للشروط العامة والأساسية لاسيما منها:

- إقامة سارية المفعول.
- حساب بنكي مع أحد البنوك المحلية

2.2.1.3. السوق المالية في البحرين

تأسست سوق البحرين للأوراق المالية بموجب القانون رقم 4 لعام 1987، وبدأ التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17/06/1989، وبموجب القانون المذكور، فإن سوق البحرين للأوراق المالية تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، فلها حق وأهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي بما يساعدها على تسيير أعمالها لتحقيق الهدف من تنظيمها على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق. [27] ص 101-102

هذا ويدير السوق المالية مجلس إدارة يكون برئاسة وزير التجارة والزراعة، ويكون تشكيل أعضائها على الوجه الآتي: [27] ص 102-103

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائبا للرئيس.
- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد الوطني.
- عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين.
- ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة البحرين من ذوي الخبرة والكفاءة.
- عضوان عن البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس وتكون مدة المجلس ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

ويتولى مجلس إدارة السوق إنشاء الأجهزة الفنية المتخصصة الآتية: [27] ص 103

- جهاز للتداول والمقاصة والتسويات.

- جهاز متابعة الأسعار وتكون مهمته متابعة وتحليل تحركات الأوراق المالية المدرجة أو المقبول تداولها في السوق.
- جهاز مراقبة البيع لأجل، ويكون مسؤولاً عن متابعة وتقييم عمليات البيع بالأجل، وعلاقة تلك العمليات بالبيع الفوري.
- جهاز جمع وتحليل ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق وبالأوراق المالية، وبالشركات المقيدة فيه.
- جهاز للمراقبة والتحقيقات وكذا الأجهزة الإدارية والمالية.

ويكون لسوق البحرين للأوراق المالية مجلس تأسيسي، يختص بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام هذا القانون واللوائح، وكذلك المخالفات التي تمس سير العمل.

وقد خضع قانون سوق البحرين للأوراق المالية إلى تعديلات شملت تطوير الأحكام المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية، وتحسين قواعد الإفصاح المالي وعمليات المحاسبة بما يتفق والمعايير الدولية، بهدف تحسين الكفاءة وزيادة الشفافية، وتعزيز أجهزة الرقابة عليها وتأكيد استقلاليتها فقد سمح القانون رقم 10 لسنة 1999 للمستثمرين الأجانب غير الخليجين بتملك وتداول نسبة تصل إلى 100% من أسهم الشركات المساهمة العامة، الأمر الذي يعني أن القانون المذكور، قد تعامل مع الاستثمار الأجنبي سواء من حيث التملك أو التداول، كتعامله مع الاستثمار المحلي دون أي تمييز. [27] ص 104

3.2.1.3. السوق المالية في الكويت

ظهر أول تنظيم للأوراق المالية في الكويت إلى حيز الوجود في عام 1962 واهتم القانون بتنظيم الأوراق المالية الأجنبية ولم يكن خاصاً بالأوراق المحلية، بالإضافة إلى ذلك فإن القانون التجاري رقم 15 سنة 1960 كان له دور أساسي في وضع الإطار القانوني للأصول المالية، ويعتبر القانون رقم 32 لسنة 1970 أول قانون تطرق المشرع من خلاله إلى تنظيم الأوراق المالية حيث خول القانون وزير التجارة والصناعة حق إصدار القرارات اللازمة لتنظيم تداول الأوراق المالية الكويتية. [78] ص 247

وقد تم افتتاح سوق الأوراق المالية الكويتية في 1977، لكن التوسع الكبير الذي شهدته هذه السوق دون أن تواكبها التنظيمات القائمة تسبب، نتيجة المضاربات، في أزمة عام 1981 عرفت بأزمة سوق المناخ (وهي سوق غير رسمية) حيث توقف عدد من المتعاملين عن دفع شيكاتهم المرتقبة على

المعاملات و عقود البيع لأجل التي تعهدوا بها نتيجة لتشابك في الحقوق والموجبات الناشئة عن البيع العاجلة. [78] ص 247

وفي أعقاب هذه الأزمة صدر خلال عامي 1982 و 1983 عدة قوانين وقرارات لمعالجة المشاكل التي نجمت عن أزمة سوق المناخ وذلك بهدف إعادة الثقة والنشاط إلى سوق الأوراق المالية، وقد شهدت الربع الأخير من العام 1983 صدور المرسوم الخاص بتنظيم سوق الأوراق المالية حيث أسند المرسوم مهمة إدارة السوق إلى لجنة مستقلة برئاسة وزير التجارة والصناعة. كما حددت المادة السادسة من المرسوم اختصاصات هذه اللجنة بحيث تضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات التداول. [78] ص-248 247

ثم صدر القرار رقم 235 عام 1993 الذي سمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بالتعامل بأسهم الشركات الكويتية المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز 49%. وتم إعداد قانون لتشجيع الاستثمار الأجنبي والذي من خلاله يتم السماح لدخول رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية في البورصة.

أما النظم المحاسبية المعمول بها في السوق هي معايير المحاسبة الدولية الصادرة عن لجنة المعايير المحاسبية الدولية، كما تعتبر الكويت من كبار المستثمرين العالميين. وتعمل السوق بشكل دائم على نشر بيانات التداول وأية بيانات أخرى تهم المتعاملين في مختلف وسائل الإعلام حتى يكون المستثمرين على علم بأخر التطورات المتعلقة باستثماراتهم حيث انه من حق مواطني دول مجلس التعاون الخليجي فقط (السعودية- البحرين- الإمارات- قطر- عمان- الكويت) التعامل في السوق، كما يمكن لنحو 1.25 مليون أجنبي مقيم الاستثمار من خلال صناديق الاستثمار المسجلة. [68] ص 68

وخلال عام 1995 بدأت إدارة السوق المالية بتطبيق نظام التداول الإلكتروني الأمر الذي يساعد على تلاشي الكثير من نقاط الضعف التي كانت في النظام السابق، وبالتالي المساهمة في جذب العديد من المستثمرين إلى السوق.

4.2.1.3. السوق المالية في الإمارات العربية المتحدة

قبل أن يتم عرض سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية يمكن أخذ فكرة عن هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع على النحو الموالي: [81]

تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع في 1 فبراير 2000 بموجب القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000 وذلك للإشراف على نشاط سوقي الأوراق المالية والسلع مما يشجع الاستثمار فيهما. وقد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الاتحادية، للفصل بين السلطة الإشرافية والسلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية (السوق المالية)، وذلك لتجنب تضارب المصالح ولتنظيم الاستثمار في مجال الأوراق المالية والسلع تحت مظلة واحدة وأنظمة واحدة وسياسة محددة.

حيث إن الهيئة هي الجهة المخولة قانونياً بالرقابة على عمل الأسواق وعناصر السوق المختلفة (المستثمرون، والوسطاء، والجهات المصدرة للأوراق المالية)، والإشراف عليهم، بينما يتم تداول الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية المرخصة من قبل الهيئة والتي تتبع أنظمتها ولوائحها.

وتعتبر هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع هيئة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وتلحق بوزير الاقتصاد والتجارة ومقرها في عاصمة الدولة ولها أن تنشئ فروعها أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق.

وللهيئة صلاحيات عدة لتحقيق أهدافها منها:

- اقتراح ووضع الأنظمة.
- الإشراف والرقابة على عمل الأسواق.
- الترخيص للأسواق والوسطاء وإدراج الأوراق المالية والسلع للتداول في السوق.
- وضع الرسوم المقترضة بالتشاور مع الأسواق.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.
- تلقي تظلمات الوسطاء من قرارات مجلس إدارة السوق.

ويتكون الهيكل التنظيمي للهيئة من مجلس إدارة برئاسة وزير الاقتصاد والتجارة وعضوية كل

من:

- عضوان يمثلان وزارة الاقتصاد والتجارة.
- عضوان يمثلان وزارة المالية والصناعة.
- عضو يمثل المصرف المركزي.
- أربعة اختصاصيين يختارهم الوزير بالتنسيق مع وزير المالية والصناعة.

تتكون السوق المالية في الإمارات العربية المتحدة من سوقين: [81]

1.4.2.1.3. سوق دبي المالي

تأسس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، تعمل كسوق ثانوية لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق. وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 26 مارس 2000.

2.4.2.1.3. سوق أبو ظبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية طبقاً للقانون رقم 3 لسنة 2000 الصادر عن المجلس التنفيذي، كمؤسسة حكومية عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي الإداري وبالصلاحيات الرقابية التنفيذية لممارسة مهامها وفقاً للأحكام وقوانين تضمن الشفافية وسلامة التداول. وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15. وتتألف إدارة سوق أبو ظبي للأوراق المالية من تسعة أعضاء وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات.

وعلى الرغم من حدائته، فقد استطاع أن يتفوق على عدد كبير من الأسواق المالية والتي تأسست قبله بعقود، وذلك في مستوى الإفصاح، حيث تفصح الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، عن بياناتها المالية، وتمشياً مع تطبيق المعايير الدولية للإفصاح، كما ألزمت هيئة الأوراق المالية، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية الشركات المدرجة بالإفصاح الفوري عن أية معلومات تؤثر على سعر الأسهم في السوق مثل، الحصول على عقود كبيرة، وأسواق جديدة أو التعرض لخسائر

طارئة. [27] ص 100

وبذلك أصبحت تعاملات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين خاضعة لموافقة السوق المالي ضمانا لعدم استغلال المعلومات التي قد تكون متوفرة لديهم بحكم موقعهم وقد ساهم الإفصاح المالي الربع السنوي والإفصاح الفوري في وجود أربعة مواسم لنشاط السوق، كما ساهم في تحرك العرض والطلب على أسهم الشركات بناء على معلومات صادرة عن الشركات، بدلا من اعتماد المستثمرين على الإشاعات، كما أن جميع مساهمي هذه الشركات قد عوملوا معاملة عادلة ومتساوية من حيث الحصول على المعلومات والبيانات. [27] ص 100-101

ولعل من المفيد الإشارة هنا إلى أن البنوك الوطنية في دولة الإمارات تعتمد في إعداد بياناتها المالية مستندة في ذلك إلى معايير المحاسبة الدولية، وتعمل هيئة الأوراق المالية، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية على إلزام جميع الشركات في قطاع التأمين، وقطاع الخدمات، على الاعتماد أيضا في إعداد بياناتها المالية على المعايير المحاسبية الدولية ليطمئن المستثمرون إلى أن البيانات المالية التي يتم الإفصاح عنها تنسم بالمصادقية والشمولية والشفافية والترابط بحيث يسهل الحكم على جدوى الاستثمار وكفاءة إدارات الشركات وقدرتها على تحقيق أهداف الشركات وعلى الأخص من طرف المستثمرين الأجانب. [27] ص 101

3.1.3. الأسواق المالية لدول العجز المالي والحرية الاقتصادية

سيتم التركيز في هذا الشأن على أسواق (القاهرة والإسكندرية) وعمان باعتبارها السوقين الأولين من أقدم الأسواق في الدول العربية وبسبب النمو السريع (نسبيا) والالتزام الأكثر بقواعد التعامل المالي في سوق عمان.

1.3.1.3. السوق المالية في مصر

تتكون سوق مصر المالية من سوقين تقع إحداهما في القاهرة والأخرى في الإسكندرية وتدار السوقان من قبل مجلس واحد للإدارة وتخضعان لنفس الأنظمة. علما بأن سوق الأوراق المالية في مصر أسست أولا في الإسكندرية عام 1883 وثم في القاهرة عام 1898م وفي عام 1909 صدر القرار (العالي) بشأن بورصة القاهرة. [22] ص 197

لقد صدر عدة قوانين وقرارات حول أنظمة وإجراءات وتنظيمات التعامل في السوق المالية في مصر أهمها في الأعوام: 1909 و1933 و1957 و1977 و1992 و1997 ومن الملاحظ أن سوقى القاهرة والإسكندرية كانتا نشيطتين في بداية نشوئها لبعض سنوات الفترتين (1916-1933)

و(1961-1992) وذلك بسبب ظروف الحرب العالمية الأولى وما تلتها من مشكلات سياسية وتأثيرات الأزمة العالمية الكبرى في الفترة الأولى وبسبب سياسات التخطيط المركزي والتحويلات الاشتراكية، وثم غموض النظام الاقتصادي وعدم تكامل تشريعاته في الفترة الثانية. [22] 197- 198

وهكذا بقي واقع السوقين الماليين بين نشاط وركود وتعطل حتى اعتمدت الحكومة المصرية إصلاحات هيكلية أساسية في التسعينات فازداد الانفتاح على الاقتصاد العالمي وتعاضم دور القطاع الخاص في العامين: 1992- 1997 ففي العام الأول جاء قانون سوق رأس المال لضمان الإفصاح والشفافية وبما يكرس الثقة لدى المستثمرين ويشجع المتعاملين من خلال بعض الإعفاءات الضريبية. لقد أسهم هذا التحول في السياسات الاقتصادية في زيادة من عدد الشركات وعدد الأسهم المسجلة في سوق المالية بالقاهرة والإسكندرية. [22] ص198

حيث يعتبر نقطة تحول هامة حيث سمح بإنشاء صناديق الاستثمار وإقامة شركات متخصصة في الأوراق المالية وشركات المقاصة.

وتخضع السوق الأولية للقوانين السابقة ويشرف على تطبيقها كل من هيئة الاستثمار والهيئة العامة لسوق المال ومصحة الشركات كل فيما يخصه.

وبالنسبة لانفتاح السوق من الخارج إلى الداخل، فيسمح للمستثمر العربي بالاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة محليا بشرط واحد هو أن تكون الأموال الواردة للاستثمار من العملات القابلة للتحويل عن طريق أحد البنوك المعتمدة، أما الوسطاء المقيدون في الأسواق المالية العربية فيمكن قيدهم في بورصتي القاهرة والإسكندرية كأعضاء مراسلين بشرط المعاملة بالمثل، كما يمكن لشركات الوساطة العربية أن تساهم في إنشاء شركات محلية للتعامل في الأوراق المالية. [78] ص249

وفي ما يتعلق بالسوق الثانوية فتشرف عليها أساسا الهيئة العامة لسوق رأس المال، وعن مدى انفتاح هذه السوق عربيا من الخارج إلى الداخل فيسمح بإدراج أوراق مالية عربية، كما يسمح للمستثمر العربي بالتعامل في السوق المالية الثانوية على الأوراق المدرجة بالبورصة ولا يجوز لشركات الوساطة العربية العمل بشكل مباشر لوسطاء بالسوق المالية، لكن يجوز قيدها كمراسلين في البورصة، كما يجوز لها تكوين شركات مع سماسرة مصريين، وبالرغم من وجود قانون للرقابة على النقد رقم 97 لسنة

1976 وتعديلاته، وإلا أنه يسمح للمصريين والأجانب بحرية إعادة تحويل النقد الأجنبي للخارج دون قيود. [78] ص 249-250

ويتمثل الإطار العام للبورصات المصرية فيما يلي: [78] ص 145-147

- إدارة البورصة.
- أعضاء البورصة.
- سماسرة الأوراق المالية وتابعوهم.

1.1.3.1.3 إدارة البورصة

تعتبر البورصة شخصا اعتباريا عاما تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي وتدار كل بورصة من الأجهزة الآتية:

- لجنة البورصة، حيث تشكل من سبعة عشر عضواً، تسعة من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنضمين وثلاثة يعينهم وزير الاقتصاد لمدة سنتين وللجنة البورصة مكتب يتكون من الرئيس ونائبه وأمين الصندوق وتختص اللجنة بما يلي: تحقيق حسن سير العمل بالبورصة، للجنة سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة وعلى المندوبين الرئيسيين وعلى الوسطاء وتحديد حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية.

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

- اللجنة العليا للبورصات، حيث تشكل برئاسة رئيس هيئة سوق المال أو نائبه وعضوية مكتب لجنة كل بورصة وعضوين منضمين من كل منها وأحد الأعضاء المنضمين عن كل بورصة ومندوب الحكومة لدى هذه البورصات، ومهمة هذه اللجنة اتخاذ التدابير الكفيلة بتطبيق القوانين واللوائح تطبيقاً متماثلاً في جميع البورصات وتوحيد أساليب العمل بها.

- هيئة التحكم، وتشكل للفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

- مجلس التأديب، ويشكل برئاسة لجنة البورصة أو نائبه وعضوية منضم من أعضاء اللجنة وعضو معين من أعضائها، ويختص مجلس التأديب بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين البورصة ولوائحها وتكون مداوالاته سرية كما يختص بوقف التعامل مع عضو البورصة أو الوسيط أو المندوب الرئيسي إذا أتهم أحدهم في جنائية أو جنحة مخلة بالشرف.

- مندوب الحكومة، إذ تعين الوزارة المختصة لدى كل بورصة مندوبا أو أكثر تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وله حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية إذا صدرت مخالفة لقوانين البورصة أو لوائحها وللصالح العام.

2.1.3.1.3. أعضاء البورصة

يوجد لدى كل بورصة أعضاء عاملون وهم سماسرة الأوراق المالية، وأعضاء منضمون من المصارف والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية، كما يوجد أعضاء مراسلون وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية.

3.1.3.1.3. سماسرة الأوراق المالية وتابعوهم

تعتبر السمسرة في مجال الأوراق المالية مهنة قائمة بذاتها ويعمل لدى السمسار أشخاص تابعون له ويعملون لحسابه وتحت مسؤوليته وهم:

- المندوبون الرئيسيون.
- الوسطاء.

2.3.1.3. السوق المالية في الأردن

إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة قد دفع إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة (عمان) فقام البنك المركزي خلال العامين 1975 و1976 وبالتعاون مع المؤسسة الدولية التابعة للبنك الدولي تقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 للعام 1976. والذي بموجبه أنشأت سوق عمان المالية والتي باشرت بنشاطاتها في 1/1/1978. [30] ص 302-303

لقد صدرت عدة قوانين بشأن تأسيس سوق عمان المالية وتطويرها أهمها في الأعوام 1976 و1990 و1997. وبموجب القانون الأخير في العام 1997 (قانون الأوراق المالية)، تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسية تتمتع باستقلال مالي وإداري وذلك للقيام بتنظيم وتوجيه ورقابة وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية وتم خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي وثم الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معا. [30] ص 303

- وهذه المؤسسات الثلاث هي:
- هيئة الأوراق المالية.
 - سوق الأوراق المالية (بورصة عمان).
 - مركز إيداع الأوراق المالية.

1.2.3.1.3. هيئة الأوراق المالية

وهي هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، وذلك تعريزا لاستقلالها، وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متفرغين، حيث تتمثل صلاحيات المجلس في إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز. [82]

وتعمل الهيئة على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وحماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين والجمهور من الغش، وتهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وتنظيم ومراقبة أعمال الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها وهي سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية والمرخص لهم.

كما تهدف إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتنظيم عمليات البيع المكشوف للأوراق المالية وتنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات العامة.

2.2.3.1.3. سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)

تولت بورصة عمان اعتبارا من 1999/3/11 مهامها كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا ولا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامية لتداول الأوراق المالية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استنادا إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997. ثم صدر قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة. [83]

يدير إدارة بورصة عمان مجلس إدارة يتكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي. وتضم البورصة الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها المجلس، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة. [82]

تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعدل، وحماية المتعاملين فيها.

وبموجب أحكام المادة 24 من قانون تشجيع الاستثمار رقم 16 لسنة 1995، للمستثمر غير الأردني أن يمتلك أي مشروع بكامله أو أي جزء منه أو يساهم فيه بأي نسبة كانت، باستثناء بعض الأنشطة والقطاعات المنصوص عليها في المادة 3 والمادة 4 والمحددة فيها نسبة التملك بنسبة 50%.

3.2.3.1.3 مركز إيداع الأوراق المالية

وهو مؤسسة توثيقية أنشأت في عام 1999 وتتولى مهام تسجيل ونقل ملكية الأوراق المتداولة في البورصة وتعمل على تسوية أثمان تلك الأوراق ما بين الوسطاء الماليين كما تهيئي هذه المؤسسة المناخ الملائم للاستثمارات المالية هذا فضلا عن دورها في تخفيض تكلفة الاستثمار في رفع كفاءة تسوية الأثمان. وعلى أية حال تمر نشاطات مركز إيداع الأوراق المالية بالمراحل هي مرحلة نظام تسجيل الأوراق المالية ومرحلة نظام إيداع الأوراق المالية ومرحلة نظام تسوية أو نقل الملكية و مرحلة نظام تسوية أثمان الأوراق المالية و مرحلة الخدمات المساندة. [30] ص 305

تجدر الإشارة إلى أن هذا المركز يتمتع بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري ولا يهدف إلى الربح ويدار من القطاع الخاص.

وعليه، لقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية لعام 1997 بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية. وذلك من خلال فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذين الدورين معاً، وقد شكلت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال وتم تأسيس بورصة عمان، سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تداران من قبل القطاع الخاص.

3.3.1.3. السوق المالية في المغرب

تأسست بورصة الدار البيضاء عام 1929، ولقد مرت هذه البورصة بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية في القيم المنقولة حيث تتم عمليات التبادل عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية غير المسجلة ببورصات الدول الأجنبية، وفي المرحلة الثانية في عام 1948 تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثانية فتبدأ في عام 1967 حيث صدر المرسوم الملكي بإنشاء بورصة القيم بالدار البيضاء. [78] ص 251

وفيما يتعلق بالسوق الأولية فتتظم هذه السوق قانون الشركات لعام 1992 وكذلك السندات لعام 1941 حيث يسمح لرأس المال العربي بالاكتتاب فيما تطرحه الشركات المساهمة العامة من أسهم في مختلف القطاعات باستثناء بعض المجالات التي يجب أن لا تقل نسبة مساهمة المغاربة عن حدود دنيا معينة. ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف، كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق وإلا من خلال وسيط محلي يكون مراسلا لها. [78] ص 251

أما السوق الثانوية فهي منظمة بموجب المرسوم الملكي الصادر في 1967/11/14 القاضي بإنشاء بورصة القيم بالدار البيضاء وبالنسبة لإمكانية السماح بإدراج أوراق مالية غير مغربية في السوق الثانوية فإن ذلك يتوقف على موافقة مكتب الصرف، كما يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من مكتب الصرف والمباعة إلى بنك المغرب. [78] ص 251

واعتبار من عام 1983 بدأت الحكومة المغربية في تطبيق برنامج متكامل لإصلاح السوق المالي في المغرب تمثلت بنوده بالآتي: [27] ص 89-90

1.3.3.1.3. فصل عمل الوساطة المالية

- فصل عمل الوساطة المالية في البورصة عن النشاط المصرفي وإنشاء إطار لإيجاد شركات البورصة المتخصصة تقوم بالوظائف التالية:
- إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة.
 - المساهمة في توظيف قيمة السندات الصادرة عن المؤسسات المختلفة.
 - إدارة محافظ الأوراق المالية.

- تقديم النصح والمشورة إلى العملاء والقيام بمساع لديهم بقصد بيع أو شراء الأوراق المالية.

2.3.3.1.3. إنشاء مجلس القيم المنقولة

وهو هيئة مكونة من سبعة أعضاء تمثل إدارة البورصة، والبنك المركزي، وهيئة القضاء، والمتخصصين الماليين، ويقوم هذا المجلس بالوظائف الموالية:

- حماية الادخار الموظف بالأوراق المالية.
- الحرص على حسن سير العمل في السوق المالي، وذلك عن طريق مراقبة الشركات المدرجة بالبورصة، وضبط المعلومات الناجمة عن إصدار السندات من جانب الشركات.
- مراقبة الوسطاء الماليين الجدد.
- العمل على توسيع نطاق السوق وحسن تدبيره.
- خلق إطار لإحداث الهيئات المالية المكلفة بالتوظيف الجماعي للأوراق المالية.
- توسيع عملية تعبئة الادخار الصغير والمتوسط.
- تقوية الترابط بين مختلف الأسواق المالية.
- ضمان سيولة الأوراق المالية الصادرة عن الهيئات والشركات والمؤسسات الأخرى.

وبموجب قانون 1993، أصبحت بورصة الدار البيضاء سوقا منظمة وعمومية تتم فيها تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب، ومفتوحة لكل المستثمرين سواء منهم المغاربة أو الأجانب. ولقد جاء قانون عام 1993 منسجما مع سياسة إعادة تنظيم القطاع المالي بصفة عامة وانفتاحه على الأسواق المالية الدولية وتنشيط السوق الثانوية. [84] ص 191

تتكون بورصة دار البيضاء من السوق النظامية (الرسمية) التي بدورها تتكون من: [85]

ص 33

- سوق الأسهم؛

- سوق السندات؛

واتخذت الحكومة المغربية عدة إجراءات وخطوات لتطوير سوق الأوراق المالية منها إصدار

ثلاثة قوانين بهدف تنشيط وزيادة فعالية السوق وهي: [68] ص 65

- الأول ينص على إنشاء شركة مساهمة تعطي حق الامتياز في إدارة البورصة.
- الثاني ينص على إنشاء هيئة للرقابة على نشاط البورصة.
- الثالث ينص على السماح بتأسيس صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير كذلك صدرت قوانين أخرى بهدف تشجيع الشركات على التسجيل في سوق الأوراق المالية من خلال المساواة بين الضرائب المفروضة على الأسهم بتلك المفروضة على السندات الحكومية.

4.3.1.3. السوق المالية في تونس

صدر قانون إنشاء بورصة القيم المنقولة في تونس في العام 1969 ثم أنشئت في عام 1989 بورصة الأوراق المالية وفي العام 1994، فصل القانون بين دور البورصة وجهاز المراقبة وتشكلت شركة متخصصة لتسيير أعمال السوق يتم تكوينها من قبل الوسطاء، كما تأسست عام 1993 الشركة المهنية للمقاصة والإيداع والتسوية. [22] ص 203-204

1.4.3.1.3. الهيئات المنظمة

الهيئات المنظمة للسوق هي: [86] ص 116-117

1.1.4.3.1.3. مجلس سوق المالية

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

2.1.4.3.1.3. بورصة القيم المتداولة

- وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام الموالية:
- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصية.
- إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة.

- اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة تقدم لمجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أو لتعديلها إذا استدعت للضرورة لذلك.

3.1.4.3.1.3. الشركة التونسية لإيداع وتسجيل الأوراق المالية

وهي 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.

2.4.3.1.3. شروط الإدراج في البورصة

يستلزم جملة من الشروط للإدراج في بورصة تونس لاسيما منها:

- الالتزام بطرح 20% من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة.

- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

3.4.3.1.3. مميزات الاستثمار في بورصة تونس

ونخص بالذكر ما يلي:

- يحق للمستثمر الأجنبي حيازة 49% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة.

- حرية تحويل الأرباح الناتجة عن التعامل في البورصة.

- الحصول على الإعفاءات وتخفيضات الناتجة من التعامل في البورصة.

2.3. الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المالية في الجزائر

سوف نكتفي في إطار الأسواق المالية للدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية

بالسوق المالية في الجزائر، حيث تعتبر بورصة الجزائر حديثة التأسيس مقارنة ببعض الأسواق المالية العربية الأخرى، وهو ما سيتم توضيحه في المطالب الآتية:

- إنشاء بورصة الجزائر؛

- الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر؛

- المتدخلون في بورصة الجزائر.

1.2.3. إنشاء بورصة الجزائر

قبل أن يتم عرض هيئات بورصة الجزائر يمكن أخذ فكرة ولو وجيزة عن مراحل تطورها التاريخي على النحو الموالي:

1.1.2.3. مراحل نشأة بورصة الجزائر

يدخل إنشاء بورصة الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية المتبعة في عام 1988، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم تخضع لأحكام القانون التجاري المكمل والمعدل بقوانين عام 1988. إن نظام شركات المساهمة لا يمكن تجسيده دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم. هذه السوق ما هي إلا البورصة.

فكرة إنشاء بورصة الجزائر مرت بعدة مراحل ففي سنة 1990 اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، من جملة هذه الإجراءات أنشئت مؤسسة دعيت شركة القيم المنقولة ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى، لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، أما رأسمالها قدر بمبلغ (3200.00 دينار) يدير الشركة مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة. [64] ص 79-80

وفي سنة 1991، تم التحضير لأن تكون هذه البورصة جاهزة للتشغيل على المستوى المادي، حيث تم إصدار ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 تتمثل فيما يلي: [87] ص 8

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بتداول الأوراق المالية، حيث عرف هذا المرسوم القيم المتداولة على أنها منتج مالي قابل للتداول في البورصة وقابل للتجزئة.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 الذي يهتم بتحديد أنواع الأسهم وأنواع الأوراق المالية الأخرى وكذلك صيغ وشروط إصدار تلك الأوراق من طرف شركات الأموال.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث أوكلت لها مهام تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية وتعبئة الادخار وكيفية ممارسة الرقابة على السوق.

ولقد مرت هذه الشركة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه. وفي فبراير عام 1992 تم رفع رأس مال الشركة إلى (9.320.00 دينار) كما أن اسم الشركة تغير وأصبح بورصة القيم المتداولة.

بالرغم من كل ما سبق، فإن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة. [88] ص 190

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاقة عملية لتأسيس 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. [88] ص 190

2.2.3. الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

في سنة 1996، بدأت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة نشاطها كما تم إنشاء شركة إدارة بورصة القيم المنقولة سنة 1997.

تشمل بورصة القيم المنقولة على الهيئات الآتية: [89]

1.2.2.3. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

هي سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، وتتكون من رئيس وستة (6) أعضاء.

تتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خاصة على:

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار.

- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها، تقدم تقريرا سنويا عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة.

1.1.2.2.3. وظائف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

ومن أهم وظائفها هي:

- الوظيفة القانونية؛
- وظيفة المراقبة والرقابة؛
- الوظيفة التأديبية والتحكمية.

1.1.1.2.2.3. الوظيفة القانونية

تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سير سوق القيم المنقولة، وبسن تقنيات متعلقة على وجه الخصوص بما يأتي:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم.
- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات.
- تنظيم عمليات المقاصة.
- العروض العمومية لشراء القيم المنقولة.
- الإصدار في أوساط الجمهور.
- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها.

2.1.1.2.2.3. وظيفة المراقبة والرقابة

تتأكد اللجنة من أن الشركات المقبولة تداول قيمها المنقولة في بورصة القيم المنقولة، تتقيد بالأحكام التشريعية السارية عليها في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة، وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية.

وتأمر هذه الشركات، عند الاقتضاء، بنشر استدراكات فيما إذا لوحظت حالات لسهو في الوثائق المنشورة أو المقدمة.

3.1.1.2.2.3. الوظيفة التأديبية والتحكيمية

تنشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية مختصة في المجال التحكيمي لدراسة أي نزاع تقني ناجم عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة.

وتكون الغرفة مختصة كذلك في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

2.2.2.3. شركة تسيير القيم المنقولة

تتولى إدارة بورصة القيم المنقولة، وتكتسي شكل شركة ذات أسهم، تقوم بتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة، يتمثل رأسمال الشركة في أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة، ولا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادا فعليا إلا بعد أن يقتني الوسيط أو يكتتب قسما من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم، وتتلقى الشركة عمولات عن العمليات التي تجري في البورصة. وتمارس مهام الشركة تحت رقابة اللجنة.

يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.

3.2.2.3. المؤتمر المركزي على السندات

هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للمؤتمر المركزي على السندات، إلى موافقة الوزير المكلف بالمال، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

وتتمثل مهام المؤتمر المركزي على السندات، التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، على وجه الخصوص في حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين، متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر، إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها، الترقيم القانوني للسندات ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

يتكون رأسمال المؤتمر المركزي على السندات المقدر مبلغه بخمسة وستين (65) مليون دينار من مساهمات مؤسسيه، وهم:

- البنك الخارجي الجزائري.
- القرض الشعبي الجزائري.
- البنك الوطني الجزائري.
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط/ بنك.
- مجمع صيدال.
- مؤسسة تسيير الفندقية الأوراسي.
- مؤسسة الرياض سطيف.

ولا يفتح رأسمال شركة المؤتمر المركزي على السندات، إلا لـ:

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- الشركات المصدرة للسندات.
- الوسطاء في عمليات البورصة.

تعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون، ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما.

يخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال المؤتمر المركزي على السندات إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمر المركزي على السندات.

3.2.3. المتدخلون في البورصة

ينشط سوق القيم المنقولة عدد من المحترفين تخضع ممارستهم إلى سلطات التنظيم والمراقبة التي تمارسها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

1.3.2.3. الوسطاء في عمليات البورصة

يمارس نشاط تداول القيم المنقولة في البورصة إلا الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدون من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. ويمكن أن يكون الوسطاء في عمليات البورصة إما شركات تجارية تؤسس بصفة رئيسية لهذا الغرض، وإما بنوكا ومؤسسات مالية، وعلى الوسطاء في عمليات البورصة، لكي يعتمدوا، أن يقدموا عددا من الضمانات رأسمال أدنى، وتنظيم ووسائل تقنية ملائمة، ومستخدمون مؤهلون، ويأخذون مشاركة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة. [90]

أما ماسكو الحسابات- حافظو السندات، فالأمر يتعلق بأشخاص معنويين يتولون حراسة السندات، الاسمية أو لحاملها، التي أسندت إليهم وإدارتها باسم أصحابها. تتمثل المؤسسات المؤهلة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لممارسة وظيفة ماسكي الحسابات أساسا في البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة. [90]

تضم بورصة الجزائر شركات وساطة هي:

الجدول رقم 03: شركات الوساطة في بورصة الجزائر [91] ص 47

الهيئات المكونة	شركات الوساطة
الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، البنك الخارجي الجزائري وشركة التأمين.	الراشد المالي
البنك الوطني للتأمين، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين.	الشركة المالية للاستشارة والتوظيف
بنك الفلاحة والتنمية الريفية، والشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.	شركة التوظيف في القيم المنقولة
القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والشركة الجزائرية للتأمين الشامل.	الشركة العامة للتمويل

2.3.2.3. هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

تتكون هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من: [78] ص 92

- شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير؛

- الصندوق المشترك للتوظيف.

تهدف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة إلى تكوين محفظة للقيم المنقولة والأدوات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير. وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية.

يتمثل المدخرون المعنيون في أولئك الذين لا يرغبون في استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية، باختيار هذا السند أو ذلك، فيعهدون حينئذ بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ذلك في السوق.

1.2.3.2.3. شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير

هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تصدر أسهمها تماشياً مع طلبات الاكتتاب. ويصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما وله لأن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة. يخول وضع المساهم لصاحبه عدداً معيناً من الحقوق مثل حق التصويت في الجمعيات العامة، والحق في الإعلام، والحق في أن تدفع له حصة من الأرباح. [93]

2.2.3.2.3. الصندوق المشترك للتوظيف

يمثل الصندوق المشترك للتوظيف ملكية مشتركة لقيم منقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير، ويصدر حصصاً. وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم. وتتولى تسييره شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص وفي صالحهم دون سواهم. [93]

3.3.2.3. شروط الإدراج والقيود في بورصة الجزائر

وفي هذا الإطار، تجدر الإشارة إلى جملة من الشروط للإدراج في بورصة الجزائر لاسيما منها:

[94] ص 64

- يجب أن يكون للشركة رأسمال لا يقل عن مائة مليون دينار.
- يجب أن تكون الشركة قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث الأخيرة.
- يجب أن تكون الشركة قد حققت ربح خلال السنة السابقة لتاريخ الطلب.
- إثبات وجود هيئة مراجعة داخلية.
- يجب أن توزع على الجمهور عدد من القيم، حيث تمثل على الأقل 20% من رأسمال الشركة.
- يجب أن يكون لها 300 مساهم على الأقل، يوم إدخالها في البورصة.

أما عن الشروط المتعلقة بالأوراق المالية فهي تختلف باختلاف القيم المتداولة المالية: [95]

ص 15

- القيم المرتبطة بحق الملكية وتتمثل في الأسهم العادية، أسهم التمتع، أسهم ذات الأولوية في توزيعات الأرباح وأسهم ذات الأذن للاكتتاب في الأسهم.

كما ينبغي أن تتم إصدار هذه الأسهم من طرف شرطة ذات أسهم ومتوفرة على رأس مال لا يقل عن 100 مليون دينار جزائري، ويتوجب توزيع ما نسبته 20% من رأس المال الكلي للشركة على الأقل على الجمهور على أن توزع الأسهم على عدد لا يقل عن 300 مساهم في أجل لا يتعدى يوم الإصدار.

- القيم المرتبطة بالدين وهي السندات ذات المعدل الثابت والسندات ذات المعدل المتغير وأنواع أخرى نصت عليها التشريعات الصادرة بهذا الشأن.

وينبغي أن تعادل قيمة القرض على الأقل 100 مليون دج مع توزيع السندات على عدد لا يقل عن 100 شخص. أما القروض المصدرة من قبل الدولة فهي غير ملزمة بالحد الأدنى ولا الإصدار ولا بعدد الحاملين.

- القيم المهجنة وتتمثل في شهادات الاستثمار، سند ذو قيمة اكتتاب في الأسهم وأنواع أخرى نص عليها المشرع.

3.3. واقع الأسواق المالية العربية

هناك عدد من الخصائص الأساسية المشتركة للأسواق المالية العربية، من الضروري إلقاء الضوء عليها ونحن نحاول الاقتراب أكثر من واقعها، ويتولد عن هذه الخصائص والسمات العديد من المشاكل والصعوبات التي تحد من إمكانية تنمية وتطوير أسواقها.

1.3.3. خصائص ومميزات الأسواق المالية العربية

تتسم الأسواق المالية بالدول العربية بعدد الخصائص والسمات العامة أهمها:

- حديثة التأسيس وانتشارها الواسع في مجال زمني ضيق؛
- ضعف نمو ودور الأسواق المالية العربية؛
- صغر حجم السوق وضيق نطاقها؛
- ارتفاع درجة تركيز التداول والتركيز المؤسسي،
- ضعف فرص التنويع والسيولة؛
- التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية؛
- خصائص أخرى.

1.1.3.3. حديثة التأسيس وانتشارها الواسع في مجال زمني ضيق نسبيا

الأسواق المالية العربية حديثة التأسيس، ويرجع سبب في ذلك إلى عدة عوامل: [3] ص 69

- السيطرة الاستعمارية فقد كان اهتمام الدول العربية المستقلة مركزا في وضع خطط التنمية ولم تهتم في بادئ الأمر بالأسواق المالية ولم تواكب القوانين والتشريعات المالية والنقدية مما شكل عائقا أمام ازدهار الأسواق المالية التي تفتقر للهيكل التنظيمي.
- الصغر النسبي لحجم المشروعات العربية وسهولة تمويلها من أصحاب الثروة والمال.
- الاعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتي وإعادة استثمار الأرباح غير الموزعة.
- تخوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي بالسوق المالية على المدى الطويل.
- توظيف البنوك أموالها في الخارج وسيطرة القطاع العام على المجالات الاقتصادية المختلفة.

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية التي- باستثناء بورصة الإسكندرية و ثم القاهرة- لم تركز في الغالب في الاستثمارات في الأوراق المالية بشكل منظم حتى بداية السبعينيات من القرن الماضي، غير أن هذين العقدين قد شهدت انتشارا واسعا للأسواق المذكورة في كافة الدول المعنية، بل وكذلك في عدد من المدن الرئيسية في هذه الدول.

هذا الانتشار وفي مجال زمني ضيق (نسبيا) قد جاء لأسباب مختلفة منها: [22] ص 193-194

- تعاضم السيولة وخاصة في الدول المصدرة للبترول الخام.
- ارتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف) وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي.
- تأكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وبنشاء الشركات المساهمة.
- ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا وما تطلب ذلك من الاعتماد على سندات الحكومية وأدوات الخزينة.

2.1.3.3. ضعف نمو ودور الأسواق المالية العربية

دور الأسواق المذكورة ضعيف ضمن اقتصادياتها الوطنية وإن معدلات نموها منخفضة، ويعود

ذلك إلى عوامل عديدة أهمها: [30] ص 306

- حادثة إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية والتي تعود في صيغتها القانونية المنظمة إلى العقود الثلاثة الأخيرة.
- عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب أو شركات الوساطة المالية.
- المبالغة في تدخل الأجهزة الحكومية ولأغراض متباينة رسمية أو غير رسمية، وهذا ما يضع في كثير من الأحيان قيودا على توجيهات المستثمرين وخاصة عندما يكون التدخل آتيا من عناصر (النخبة) فمثلا عندما تساهم هذه العناصر في بعض الشركات فإن الطلب يزداد وبشكل استثنائي أحيانا على أسهم هذه الشركات.
- عدم الاطمئنان لمتغيرات الاقتصاد الكلي، خاصة وإن اقتصادات الدول المعنية تابعة للاقتصاديات الصناعية المتقدمة، فتعكس عليها كافة التقلبات التي تواجه الاقتصاديات الأخيرة.
- انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية، وهو ما يتعلق جزئيا بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات وجزئيا ما يتصل بضعف كفاءة أو خبرة العاملين بها.

3.1.3.3. صغر حجم السوق وضيق نطاقها

تتميز الأسواق المالية في البلدان العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في كل من العرض الذي يقاس عادة بعدد الشركات المدرجة، والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء. وكذلك تتصف الأسواق المالية العربية بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي، وانخفاض نسبة رأس المال السوقي بنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ويعبر عنها بالرسملة. ويلاحظ أن ضيق حجم السوق وصغر حجم متوسط رأس المال السوقي تترتب عليه زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي. [96] ص 59

4.1.3.3. ارتفاع درجة تركيز التداول والتركيز المؤسستي

ويقصد بارتفاع درجة تركيز التداول هو نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، ويعكس ذلك جودة الأوراق المالية المتداولة. وتعاني كافة الأسواق المالية العربية من هذه المشكلة التي تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية ويرجع ذلك لسببين هما احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة وانخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة خاصة أسهم شركات القطاع العام. وجدير بالملاحظة أن التركيز العالي في السوق غير مرغوب فيه لأنه يؤثر عكسيا على سيولة السوق. [97]

أما التركيز المؤسسي لحياسة الأوراق المالية هو ذلك الجزء من الإصدارات المالية تمتلكها مؤسسات كالبنوك وشركات التأمين والصناديق الاجتماعية، وتتميز هذه الظاهرة في الأسواق المالية العربية بضيق قاعدة الأفراد الذين يملكون الأوراق المالية بسبب غياب الدور الفعال والمختص للوساطة وقلة عدد هذه الشركات من جهة ومحدودية الأدوات الاستثمارية وتنوعها في الأسواق المالية العربية من جهة أخرى. [97] ص 401

5.1.3.3. ضعف فرص التنويع والسيولة

قبل تبين ضعف سيولة الأسواق المالية العربية، سيتم توضيح ضعف الفرصة المتاحة للتنويع.

1.5.1.3.3. ضعف الفرص المتاحة للتنويع

تنتم جميع الأسواق المالية العربية شأنها في ذلك شأن الأسواق الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسس، وفي معظم الأسواق المالية العربية يركز حجم التداول فيها على قطاع البنوك وقطاع المقاولات، كما أصبح أسهم شركات الاتصالات تستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات أرباح عالية مثل قطاع المطاحن وقطاع الأسمنت ودون أن تحظى بالتداول عليها وذلك بسبب ضعف المستثمرين أو الإشاعات المروجة، حيث يتركز التعامل على سهمين أو ثلاثة في السوق. [98] ص 613-614

وتعاني الأسواق المالية العربية من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق. وعلى الرغم من اعتماد الحكومات العربية على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة إلا أن النمط المؤسس لتملك السندات قد حال دون تداولها في السوق، إذ يلاحظ أن معظم الإصدارات هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد حيث تحتفظ هذه المؤسسات بهذه السندات وتحول دون طرحها للتداول، وإن كانت بعض الدول قد استحدثت وسائل جديدة كوحدات صناديق الاستثمار، والتعامل الآجل، وحقوق الإصدار إلا أن التداول في هذه الأدوات لم يرق بعد إلى المستوى المطلوب. [99] ص 60

2.5.1.3.3. ضعف السيولة

تؤدي السوق المالية وظيفتها في التخصيص الأمثل للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة وترتفع 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 كفوءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي ويمكن رصد ما تتمتع به الأسواق المالية العربية من ضعف في سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا وعدد أيام التداول في السنة، ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين. [96] ص 60

مع ملاحظة أن توفر السيولة له شق سلبي يتمثل في المساعدة في توفير مناخ مشجع على التداول قصير الأجل، وهذا من شأنه أن يحد من الاستثمار طويل الأجل ويشجع السلوك المضاربي الذي يحاول أن يتنبأ باتجاهات السوق من خلال فترات قصيرة.

6.1.3.3. التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية

من بين الخصائص الأساسية التي تميز الأسواق المالية العربية هو شدة التقلبات في حركة الأسعار، وذلك بسبب اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية. وهناك في معظم الأسواق المالية العربية هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 5% و10% علما بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها. [96] ص 61

7.1.3.3. خصائص أخرى

وتتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

1.7.1.3.3. القصور التشريعي والمؤسسي

فمن حيث القصور التشريعي فإن عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية، تحتاج تشريعاتها إلى المزيد من الإصلاح والتحديث، أما القصور المؤسسي فيتمثل في قلة المؤسسات المتخصصة وصانعي

السوق ودور الوساطة المالية التي تعمل على تحقيق ميكانيكية السوق وهيكلها التنظيمي. وقد انعكس هذا القصور على كفاءة الأسواق المالية وأدائها، حيث تقتصر على الأسهم والسندات التقليدية، وهناك افتقار في استخدام الأساليب الحديثة في عمليات التداول الإلكتروني أو إجراءات التسوية والمقاصة رغم الإصلاحات الكبيرة التي تمت في هذا المجال. [100] ص 233-234

2.7.1.3.3. ضيق نطاق الأسواق الأولية

تتسم أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة القائمة في الدول العربية بالضآلة، حيث يلاحظ تذبذب الإصدارات وضآلتها وعدم انتظامها وقلة أدوات الاستثمار فيها وعدم تنوعها، كما تختلف الأهمية النسبية للإصدارات من سوق لأخرى إلى جانب غياب سوق السندات حتى تزداد كفاءة هذه الأسواق، حيث يغلب على سوق السندات، السندات الحكومية. [100] ص 234

2.3.3. تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2001-2005

شهدت الأسواق المالية العربية العديد من الإصلاحات التي تبلورت في تحديث النظم والمؤسسات بهدف تشجيع قيام بيئة اقتصادية واجتماعية ملائمة لنجاح السوق وحماية حقوق المستثمرين وتعزيز الثقة في السوق، وأيضا جعل التعامل بأدوات السوق أكثر جاذبية من جانب المستثمرين لإصدارات جديدة، كما واكب التطوير والإصلاح الأخذ بأحدث التقنيات المستخدمة وتكريس نظام للتداول والتأكيد على الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق كعنصر أساسي لترشيد القرار الاستثماري للمتعاملين بالأوراق المالية.

وعلى هذا الأساس، يتم تقسيم هذا المطلب إلى المحاور الآتية:

- تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2001؛
- تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2002؛
- تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2003؛
- تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2004؛
- تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2005.

1.2.3.3. تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2001

شهدت الأسواق المالية العربية خلال عام 2001 العديد من التطورات الهامة، وعلى وجه الخصوص تلك المتعلقة بالأطر التشريعية والتنظيمية، وأنظمة التداول والتسوية والحفظ المركزي، بالإضافة إلى أنشطة الوساطة ونوعية الخدمات المقدمة للمتعاملين. كما أصبحت هذه الأسواق أكثر انفتاحاً على بعضها البعض من خلال الإدراج المشترك، في الوقت الذي استمرت فيه في لعب دورها كأحد الوسائل الهامة لجذب الاستثمارات الخارجية ودعم وتيرة الخصخصة في الدول العربية.

ولتوضيح ذلك، سيتم التطرق للعناصر الموالية:

- تطورات الأسواق المالية العربية خلال عام 2001؛

- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2001.

1.1.2.3.3. تطورات الأسواق المالية العربية خلال عام 2001

عرفت الأسواق المالية العربية خلال عام 2001 العديد من التطورات: [101] ص 118-122

1.1.1.2.3.3. الأطر التشريعية والتنظيمية

فعلى الصعيد التشريعي والتنظيمي، أقدمت العديد من الدول العربية على تطوير التشريعات التي تحكم الأسواق المالية فيها لتتماشي مع المستجدات والمعايير الدولية، لتنظيم عملها وزيادة كفاءتها وتعزيز الدور الرقابي لها وتنشيط التعامل فيها.

فقد أعدت السلطات السعودية قانون يعمل على إحداث سوق منظم لإصدار وتداول الأوراق المالية، ويقوم هذا على استحداث ثلاث مؤسسات، تتمثل في هيئة الرقابة والإشراف، والبورصة، ومركز التسوية. كما يتضمن أحكاماً تتعلق بالوساطة في الأوراق المالية، الأمر الذي سيؤدي إلى الترخيص لشركات الوساطة غير المصرفية لأول مرة في المملكة.

وفي سوق البحرين للأوراق المالية، أعلنت إدارة السوق عن تعديل متطلبات الإفصاح من قبل الشركات المدرجة في السوق من خلال توسيع نطاق المعلومات والبيانات المالية وغير المالية والتغييرات في الإدارة العليا الواجب الإفصاح عنها. ويأتي ذلك بهدف تعزيز الثقة فيه وحماية المستثمرين.

وفي سوق مسقط للأوراق المالية، تم تطبيق قواعد جديدة لإدراج الشركات، وذلك في إطار زيادة الإفصاح وتعزيز الشفافية التي تسعى إليها السلطات المعنية للتعريف بالشركات الجديدة لمساعدة المستثمر على اتخاذ قرار الاستثمار السليم. وبمقتضى هذه التعديلات تم تقسيم السوق الثانوي إلى سوق نظامي (أول) وسوق موازي (ثاني) وسوق ثالث.

وبمقتضى هذه التعديلات، فإنه يتم إدراج الشركات التي تتمتع بمراكز مالية وأداء مستقر وانتظام في تحقيق الأرباح وتوزيعها على الأقل على مدى السنوات الثلاث الأخيرة في السوق النظامي. أما بالنسبة للسوق الموازي فتقتضى هذه التعديلات إدراج الشركات ذات الأداء المالي المتوسط، على أن تبلغ نسبة الأرباح الصافية 50% من رأسمالها كحد أدنى. أما السوق الثالث، فيضم الشركات ذات الأداء الضعيف والتي تكون قد سجلت خسائر خلال السنوات الثلاث الأخيرة أو تلك التي تقل نسبة الأرباح الصافية المحققة فيها عن 50% من رأسمالها.

وفي تونس، أدخل مجلس إدارة البورصة بعض التعديلات على نسبة العمولات سارية المفعول. ففيما يخص المعاملات التي تقل قيمتها عن 50 ألف دينار، تم خفض نسبة العمولة التي يدفعها كل من البائع والمشتري من 0.10% إلى 0.05%. أما المعاملات التي تفوق قيمتها 50 ألف دينار، فقد تم خفض نسبة العمولة بالنسبة لها من 0.01% إلى 0.005%.

وفي لبنان، تم تعديل قواعد التعامل بالتداولات المجمعة وذلك بتخفيض الحد الأدنى لقيمة الصفقة الواحدة من 1.25 مليون دولار إلى 250 ألف دولار وذلك بالنسبة لأسهم شركة سوليدير، ومن 300 ألف دولار إلى 100 ألف دولار بالنسبة لأسهم البنوك وأخيراً من 100 ألف دولار إلى 50 ألف دولار لبقية الأسهم المدرجة في السوق.

وفي الكويت، أقرت الحكومة الكويتية بدء العمل بضرورية بلغت نسبتها 2.5% من أرباح الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. وتجدر الإشارة إلى أن الإيرادات المتحققة من هذه الضرائب سوف توجه لدعم توظيف المواطنين الوظيف في القطاع الخاص.

وفي مصر، قامت هيئة سوق المال بإعداد الأدلة الإرشادية وذلك للتأكد من مدى التزام الشركات المدرجة في البورصة بمتطلبات العرض والإفصاح ونشر القوائم المالية على أسس المعايير المحاسبية المصرية والدولية وبهدف التعريف بنشاط الهيئة ومتطلبات خدماتها.

2.1.1. أنظمة التداول

قامت العديد من الأسواق العربية بتحديث أنظمة التداول بما يتماشى مع التطورات الدولية في هذا المجال، ومن أهمها قيام العديد من هذه الأسواق بميكنة أنظمة التداول لديها.

فقد أدخل سوق الأسهم السعودية نظاما جديدا لتداول الأسهم يعرف باسم "تداول". ويهدف النظام الجديد إلى إتمام دورة التداول بكفاءة عالية خلال فترة زمنية وجيزة، إذا 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.

وفي الأردن، قرر مجلس إدارة بورصة عمان نقل تداول السوق الثالث وسوقي السندات وصناديق الاستثمار من مجموعة التسعير الثابت إلى مجموعة التسعير المستمر.

وفي لبنان، أنهت إدارة البورصة العمل بنظام تداول التثبيت وإحلاله بنظام التداول المستمر. وتجدر الإشارة إلى وجود أنظمة تداول آلي متطورة في كل من أسواق الأردن والبحرين والكويت ومصر وتونس والمغرب وعمان وفلسطين والإمارات ولبنان.

3.1.1.2.3.3. نشاط الوساطة

شهد نشاط الوساطة في الأسواق المالية العربية تطورا ملحوظا، إذ ارتفع عدد شركات الخدمات الاستثمارية والمالية وتنوعت في أنشطتها وخدماتها وتوسعت هذه الشركات في مجالات التسويق وتغطية الإصدارات الأولية وإدارة المحافظ للغير بجانب قيامها بأعمال الوساطة بالعمولة والوساطة بالشراء والبيع لصالح محافظها.

4.1.1.2.3.3. تنوع الأدوات الاستثمارية

وفيما يتعلق بالأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية العربية، فقد تم في عدد من هذه الأسواق إدخال أدوات مالية جديدة للتعامل.

ففي مصر، تم استحداث 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.

وفي البحرين، أصدرت مؤسسة النقد البحرينية صكوك التأجير الإسلامي التي تمتد فترة استحقاقها إلى خمس سنوات وذلك بقيمة إجمالية بلغت 100 مليون دولار. وتأتي هذه الخطوة في إطار تطوير الأدوات المالية الاستثمارية الإسلامية المتاحة.

5.1.1.2.3.3. مجال الخوصصة

وفي مجال الخوصصة استمرت الأسواق المالية العربية في لعب دورها الرامي إلى إنجاح عمليات الخوصصة التي تنفذها الدول العربية المعنية.

ففي تونس، قررت السلطات المختصة عرض عشر شركات للبيع كما قررت فتح قطاع الاتصالات للقطاع الخاص. وفيما يخص القطاع المالي، تم اختيار مصرف استشاري لبيع حصة الحكومة في مصرف الاتحاد الدولي للبنوك.

وفي الكويت، باعت الهيئة العامة للاستثمار، نحو 133 مليون سهم من أسهمها في شركة الاتصالات عبر الاكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت 553.7 مليون دولار. وفي المملكة العربية السعودية، تحولت أكثر من عشر شركات من عائلية إلى شركات مساهمة عامة، وأصبحت مؤهلة لطرح أسهمها للاكتتاب العام في سوق الأسهم السعودية.

أما في لبنان، فقد واصلت السلطات المعنية تهيئة الإطار التشريعي والمؤسسي لعمليات الخوصصة حيث أقرت قانونا ينظم قطاع المياه تمهيدا لخوصصته. كما تمهد السلطات لخوصصة قطاع الاتصالات بأكمله. كما قررت الحكومة تحويل مؤسسة الكهرباء إلى شركة مساهمة وبيع ما بين 15% و30% من رأسمالها لمستثمر استراتيجي ثم طرح بقية الأسهم للاكتتاب العام من خلال بورصة بيروت.

وفي مصر، بلغت قيمة أسهم الشركات التي تمت خوصصتها من خلال سوق الأوراق المالية خلال عام 2001 حوالي 146.3 مليون دولار. كما استمرت الحكومة المصرية في تنفيذ برنامجها

الرامي إلى إعادة هيكلة الشركات الخاسرة من خلال فصل الوحدة الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح.

وأخيرا في المغرب، واصلت السلطات المعنية جهودها الرامية إلى خوصصة قطاعات الاتصالات والنقل، والمياه، وقد تم في هذا الإطار بيع بعض الفنادق. كما أقدمت بعض البنوك التجارية الأجنبية مثل بنك باريبا على شراء أسهم في البنك المغربي للتجارة والصناعة لتصل حصته إلى 51.5% من رأسمال البنك المغربي.

6.1.1.2.3.3. الانفتاح على الاستثمارات الأجنبية

عملت الدول العربية بصورة متزايدة على فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

وفي هذا المجال، أقرت السلطات الكويتية القانون رقم 8 لسنة 2001 في شأن الاستثمار المباشر لرأس المال الأجنبي في دولة الكويت. وكانت السلطات الكويتية قد أقرت تنظيم القانون رقم 20 لسنة 2000 بشأن السماح لغير الكويتيين بالتملك في شركات المساهمة الكويتية. وتمنح هذه الأحكام المستثمرين الأجانب إعفاءات ضريبية لعشر سنوات، وتسمح للشركات الأجنبية بالمشاركة في مشاريع القطاعات الأساسية في الاقتصاد، كما تمنح إعفاءات جمركية لبعض الصناعات، بالإضافة إلى توفير جوانب الحماية والضمانات للمستثمرين.

وتجدر الإشارة إلى أن الدول التي لا تفرض أية قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية تضم كلا من مصر والمغرب والجزائر ولبنان. أما الدول التي تفرض بعض القيود وينسب متفاوتة فتضم كل من تونس ودول مجلس التعاون الخليجي.

7.1.1.2.3.3. مجال التعاون

بدأت الأسواق المالية في كل من سلطنة عمان، والكويت ومملكة البحرين، بتنفيذ المرحلة من مشروع الربط الإلكتروني فيما بينهما.

2.1.2.3.3. أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2001

أظهر أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2001 تغيرات يمكن تلخيصها فيما يلي: [101]

ص122-125

1.2.1.2.3.3. المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في نهاية عام 2001 تراجعاً في الأداء العام. فقد

انخفض المؤشر بنسبة 1.1% مقارنة مع عام 2000.

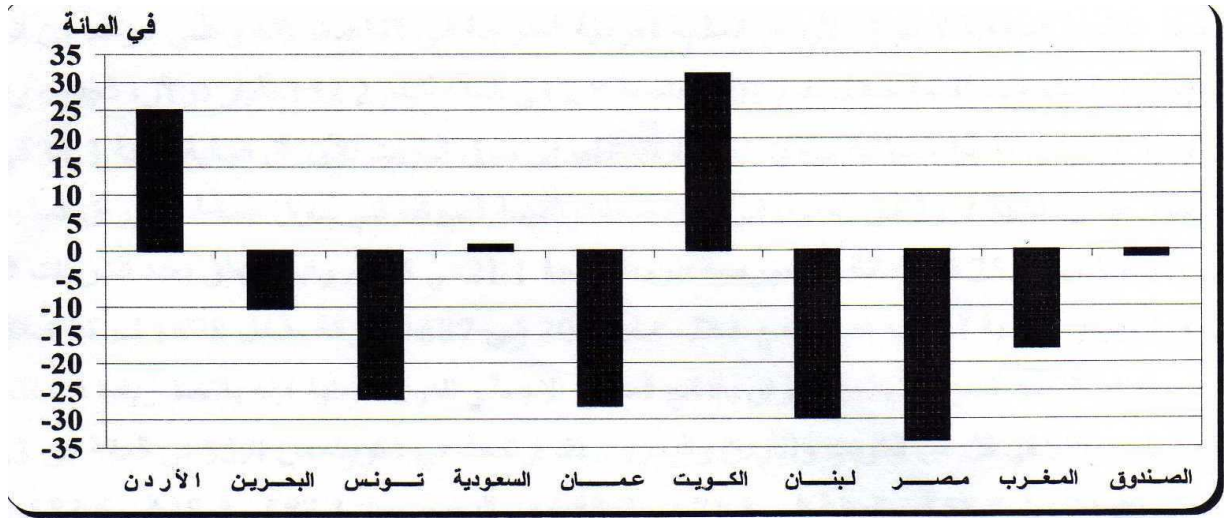
وبالنسبة لأداء الأسواق فرادي، فقد انخفضت خلال عام 2001 مؤشرات ستة أسواق عربية من بين الأسواق التسعة المشاركة في قاعدة بيانات الأسواق المالية التابعة للصندوق والتي تضم الأردن والبحرين وتونس والسعودية وسلطنة عمان والكويت ولبنان ومصر والمغرب.

فقد سجلت السوق المالية بمصر خلال هذا العام أعلى انخفاض وبما يقارب 34% تلتها بورصة بيروت ثم سوق مسقط للأوراق المالية بنسبة 30% و 27.7% على التوالي. ويعزى انخفاض الأسعار في السوق المالية بمصر إلى ضعف أداء الشركات المدرجة في السوق بالإضافة إلى تخفيض سعر الجنية مقابل الدولار خلال عام 2001. أما بالنسبة لسوق مسقط للأوراق المالية فيعزى التراجع في أدائه بشكل أساسي إلى تراجع أداء قطاع البنوك ناتج عن تدني أرباحه المحققة وخاصة في ظل ارتفاع حجم القروض الهالكة.

وفي المقابل، ارتفع مؤشر الصندوق الذي يحتسبه لسوق الكويت للأوراق المالية 31.3% ومؤشر الصندوق لبورصة عمان 25%، ومؤشر الصندوق الذي يحتسبه لسوق الأسهم السعودية بنسبة 1%. ويعزى التحسن في أداء هذه الأسواق بشكل رئيسي إلى انخفاض أسعار الفائدة على العملة المحلية بالإضافة إلى نتائج الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

والشكل الموالي يوضح التغير في مؤشر الصندوق المركب والأسواق المالية العربية بين عامي

2000 و2001.



شكل رقم 08: التغير في مؤشر الصندوق المركب والأسواق المالية العربية بين عامي 2000 و2001 [101] ص122

2.2.1.2.3.3. بالنسبة للقيمة السوقية

وعلى الرغم من انخفاض الأسعار، فقد ارتفعت هذه القيمة خلال عام 2001 بنسبة 2.8% لتبلغ 152.2 مليار دولار، وتجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية سجلت أعلى ارتفاع لها في سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 34.3% تلتها بورصة عمان بنسبة 27.7%، في حين سجلت القيمة السوقية في سوق مسقط للأوراق المالية أعلى انخفاض وذلك بنسبة 25.1% تلتها بورصة بيروت 21.1%.

وبمقارنة القيمة السوقية لهذه الأسواق بالنتائج المحلي الإجمالي للدول المعنية فإنه يلاحظ زيادة هذه النسبة بين عامي 2000 و2001 في كل من الكويت والأردن والبحرين. فقد ارتفعت في الكويت من 55.4% إلى 81.3%، وفي الأردن من 58.4% إلى 71.5%، وفي البحرين من 83.1% إلى 83.6% أما في الأسواق الأخرى فقد سجلت هذه النسبة انخفاضا بنسب متفاوتة. فقد انخفضت في السعودية من 41.1% في عام 2000 إلى نحو 39% في عام 2001، وفي المغرب من 33.1% إلى 27% وفي مصر من 32.1% إلى 26.5% وفي عمان من 17.8% إلى 13.2% وفي تونس من 14.5% إلى 11.1% وأخيرا في لبنان من 9.6% إلى 7.5%.

وفيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية فقد ارتفع خلال عام 2001 إلى 1687 شركة مقابل 1678 شركة خلال العام السابق.

3.2.1.2.3.3. قيمة وعدد الأسهم المتداولة

ارتفعت الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال العام بنسبة 16.8% لتبلغ حوالي 42.7 مليار دولار مقارنة مع 36.5 مليار دولار سجلت خلال عام 2000.

كذلك ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال العام بنسبة كبيرة ليبلغ 23.5 مليار سهم مقارنة مع 9.1 مليار سهم خلال عام 2000. وقد نجم هذا الارتفاع بشكل أساسي عن ارتفاع عدد الأسهم المتداولة لسوق الكويت للأوراق المالية، إذ ارتفع خلال هذا العام بنسبة كبيرة بلغت 208%. وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم المتداولة في هذه السوق تشكل ما يقارب 88.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في القاعدة.

4.2.1.2.3.3. معدل دوران الأسهم

ارتفع هذا المعدل من 24.7% خلال عام 2000 إلى 28% خلال عام 2001، مما يشير إلى ارتفاع نسبة السيولة في إجمالي الأسواق المالية المشاركة في قاعدة بيانات الصندوق.

وفيما يتعلق بأداء الأسواق فرادى، فقد شهدت خمسة أسواق ارتفاعا في معدل الدوران خلال عام 2001. حيث ارتفع هذا المعدل في سوق الكويت للأوراق المالية من 21.3% إلى 43.9%، وفي السوق الأسهم السعودية من 25.6% إلى 30.4%، وفي بورصة عمان من 8.2% إلى 14.8%، وفي سوق البحرين من 3.7% إلى 3.8%، وفي سوق مسقط للأوراق المالية من 15.7% إلى 15.9%.

أما الأسواق الأربعة الأخرى، فشهدت انخفاضا في معدل الدوران بنسب متفاوتة. فقد انخفض بمصر من 38.3% إلى 24.3% وفي بورصة تونس من 24.5% إلى 15.3% وفي بورصة بيروت من 7.5% إلى 4.2%، وأخيرا في بورصة الدار البيضاء في المغرب من 11.1% إلى 9.3%.

والجدول الموالي يبين أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2000-2001.

الجدول رقم 04: أداء الأسواق المالية العربية

[102]2001-2000

2001	2000	
152.230.05	148.158.37	القيمة السوقية (مليون دولار)
42.687.85	36.538.93	قيمة الأسهم المتداولة (مليون سهم)
23.522.53	9.073.07	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
1687	1678	عدد الشركات المدرجة
28.04	24.66	معدل دوران الأسهم %
101.08	102.21	المؤشر المركب للصندوق

5.2.1.2.3.3. الأسواق المالية غير المدرجة في قاعدة بيانات الصندوق

وفيما يخص الأسواق المالية غير المدرجة في قاعدة بيانات الصندوق، فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 42.1% لتبلغ حوالي 7.4 مليار دولار. كما ارتفع المؤشر العام من 123.3 نقطة إلى 169.2 نقطة، مسجلا بذلك زيادة قدرها 37.2% خلال عام 2001.

ومن جهة أخرى تشير المؤشرات الرئيسية لسوق الدوحة للأوراق المالية إلى أن السوق حققت أداءا جيدا خلال عام 2001، إذا ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنحو 61.4%، في حين ارتفعت قيمة هذه الأسهم بحوالي 73.1%.

وفي دولة الإمارات العربية المتحدة، ارتفعت القيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 6% مقارنة مع نهاية عام 2000 لتصل إلى 7.9 مليار دولار كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنحو 135.4% ليبلغ 21.5 مليون سهم، وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بحوالي 150.8% لتبلغ حوالي 111.5 مليون دولار مع نهاية الفترة. وفيما يتعلق بالأدوات المالية المتداولة في السوق، فقد تم إدراج سندات شركة الإمارات للطيران وصندوقين للاستثمار في هذه السوق.

ومن جانب آخر، سجل سوق أبو ظبي للأوراق المالية الذي باشر عمله في 15 نوفمبر 2000، تطورات ايجابية إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 15 شركة مقابل 14 في العام السابق، كم ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بنحو 81.2% لتبلغ 5.8 مليار دولار، وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة من 2.2 مليون دولار إلى 145.3 مليون دولار.

وفيما يخص بورصة الجزائر سجل عدد أوامر البيع والشراء زيادة نسبتها 20.3%، بين عامي 2000 و 2001، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنحو 12.2%. وعلى الرغم من ارتفاع عدد الأسهم المتداولة، فقد انخفضت قيمة هذه الأسهم بحوالي 28.2%. ومن جهة أخرى، يذكر أنه لم تدرج أي شركة جديدة في بورصة الجزائر حيث عدد الشركات المدرجة فيها يبلغ ثلاث شركات.

2.2.3.3. تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2002

تابعت الدول العربية خلال عام 2002 تطوير أسواقها المالية بما يضمن خلق الحوافز اللازمة لنمو هذه الأسواق وزيادة كفاءاتها وتعزيز الدور الرقابي لها. وقد استهدفت هذه التطورات على وجه الخصوص الأطر التشريعية والتنظيمية وأنظمة التداول وأنظمة المقاصة والتسوية وتعزيز التعاون بين الأسواق المالية العربية.

ولتوضيح ذلك، سيتم تناول العناصر الآتية:

- تطورات الأسواق المالية العربية خلال عام 2002؛
- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2002.

1.2.2.3.3. تطورات الأسواق المالية العربية خلال عام 2002

اتخذت العديد من الدول العربية إجراءات تهدف إلى تطوير أسواقها المالية: [103] ص 13-17

1.1.2.2.3.3. الأطر التشريعية والتنظيمية

في هذا الصدد أصدرت البحرين قانونا جديدا للشركات يمنح صلاحيات أكبر لمؤسسات القطاع الخاص في اتخاذ القرارات الخاصة بالاندماج والتأمين على الشركات وتغيير طبيعة عملها دون الحاجة إلى الحصول على موافقة مسبقة من الحكومة.

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

وفي قطر، تم إجراء تعديلات هامة على قانون الشركات المعمول به منذ عام 1981، كان من أبرزها ما يتعلق بمهام ومسؤوليات أعضاء مجالس إدارات الشركات.

أما في جانب التطورات المتعلقة بقوانين الأوراق المالية، فقد تم في الأردن إقرار قانون الأوراق المالية لعام 2002 والذي تضمن تعديلات رئيسية، أهمها السماح بإنشاء بورصات أخرى بجانب بورصة عمان والسماح بإنشاء صندوق مستقل لحماية المستثمرين إضافة إلى تشديد معايير السلوك المهني والكفاءة المهنية. كما منح القانون هيئة الأوراق المالية صلاحيات إضافية تقوم بموجبها بوقف التصرف في أموال المخالفين وتشديد العقوبات وفرض غرامات مالية. وألزم هذا القانون كذلك حماية العملاء من خلال فصل حسابات شركات الوساطة المالية عن حساباتهم.

2.1.2.2.3.3 أنظمة التداول والتسوية

بدأت الهيئة العامة لسوق المال بمصر تطبيق القواعد الجديدة للقيود وشطب الأوراق المالية في بورصتي القاهرة والاسكندرية، والتي تتماشى مع معايير المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على سوق المال، وألزمت هذه القواعد جميع الشركات المدرجة في البورصة بضرورة توفيق أوضاعها وفقا لهذه القواعد خلال سنة من بدء العمل بها.

وفي هذا الإطار، شهد سوق الأسهم السعودية بداية تداول أسهم الشركات المدرجة فيه من خلال شبكة الانترنت في بعض البنوك. وتتيح هذه الخدمة لعملاء البنوك القيام بمختلف العمليات في سوق الأسهم المحلية، بما في ذلك إبرام صفقات البيع والشراء الفوري وغيرها من العمليات.

وفي عمان، أصدرت الهيئة العامة لسوق المال عددا من اللوائح والتعليمات التي تم من خلالها إلغاء حاجز حركة الأسعار وسقف التملك على الشركات المتعثرة بقصد التسهيل على المستثمرين لشراء أسهمها وإعادة هيكلتها، والإفصاح عن تعاملات أعضاء مجالس الإدارات في أسهم شركاتهم وذلك بشكل فوري من خلال نظام التداول الإلكتروني.

وفي الكويت، قامت بعض الشركات بطرح خدمة جديدة تتمثل في تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية عبر الانترنت باللغة العربية. وفي مصر، أقر مجلس إدارة سوق المال الشراء الهامشي، واشترطت هذه القواعد على شركات الوساطة ضرورة الحصول على ترخيص من هيئة سوق المال لمزاولة نشاط الشراء الهامشي.

وفي قطر، تم تطبيق نظام تداول الكتروني في سوق الدوحة للأوراق المالية وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى وجود أنظمة تداول آلي متطورة في كل من أسواق الأردن والبحرين والكويت ومصر وتونس والمغرب وعمان وفلسطين والإمارات. كما اتجهت بعض الأسواق العربية ومنها الأردن ومصر إلى إدخال خدمة التداول عن بعد وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها هذه الأسواق. وتوفر هذه الخدمة لشركات الوساطة إمكانية إتمام الصفقات من مكاتبها دون أن يضطر مندوبها للانتقال إلى السوق.

أما بالنسبة لأنظمة التسوية والحفظ المركزي، فقد أنشأ العديد من الدول العربية مراكز إيداع وحفظ مركزي تتميز بالكفاءة وتعمل في بعض منها بصورة مستقلة عن البورصة، وتقوم بمزاولة تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسوية قيم تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين، والحفظ الأمين لهذه الأسواق.

3.1.2.2.3.3. مجال الوساطة المالية

أقرت الهيئة العامة لسوق المال بمصر قواعد جديدة للسلوك المهني الخاصة بشركات الوساطة المرخص لها، وألزمت الهيئة كافة شركات الوساطة بضرورة تطبيق هذه القواعد. كما أجرت الحكومة تعديلات على المرخص لها، وألزمت الهيئة كافة شركات الوساطة بضرورة تطبيق هذه القواعد.

كما اصدر مجلس إدارة سوق أبو ظبي للأوراق المالية قراره رقم 3 لعام 2002 بشأن تنظيم إدخال الأوامر المتقابلة والتي تتم عن طريق مكتب الوساطة نفسه.

4.1.2.2.3.3. مجال الخصوصية

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.

وفي البحرين، تم في شهر أكتوبر 2002 إصدار قانون الخوصصة. كما أكدت الحكومة البحرينية التزامها ببرنامج الخوصصة التدريجي واستخدام عائداتها في تمويل إعادة هيكلة الشركات المراد خوصصتها.

وفي تونس باعت السلطات التونسية 52% من رأسمال مصرف (UIB) إلى المصرف الفرنسي سوسيته جنرال بمبلغ 102.7 مليون دينار. كما وافقت السلطات على بيع 50% من رأسمال شركة أوراسكوم التونسية إلى الشركة الكويتية الوطنية للاتصالات بمبلغ 113.4 مليون دولار. كما قررت السلطات التونسية بيع 35.3% من رأسمال بنك الجنوب والذي تمتلك فيه الأغلبية.

وفي السعودية، أعلن مجلس الوزراء عن تفاصيل الموافقة على إجراء أكبر عملية اكتتاب في الأسهم ستتم في المملكة منذ أكثر من 15 عاما، تتمثل في بيع 30% من أسهم شركة الاتصالات السعودية. ومن جهة أخرى، تم في عمان إنشاء وكالة تنظيمية لخوصصة شركة الاتصالات. وفي لبنان وقعت شركة ليبانسل اتفاقا يتم بموجبه نقل ملكية شبكتها إلى الحكومة مما يمهد الطريق لخوصصتها، كما قرر لبنان خوصصة ما يعادل 40% من رأسمال اتصالات لبنان.

وفي مصر، تمت الموافقة على قانون يفتح الطريق أمام خوصصة قطاع الاتصالات وينهي احتكار الدولة لعدد من الخدمات في هذا القطاع ويعرض امتيازات كبيرة على القطاع الخاص تسمح له بمضاعفة الاستثمارات فيه. وفي المغرب، قررت السلطات خوصصة قطاع الهاتف العادي كما منحت تفويضا لمصرف كريدية ليونيه الفرنسي للإشراف على بيع الشركة الوطنية للتبغ.

وفي 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.

5.1.2.2.3.3. مجال التعاون

وفي هذا المجال تم التوقيع على بروتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة تونس. كما تم الاتفاق بين إدارتي سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي على توحيد الكفالة المصرفية المقدمة من قبل الشركات المدرجة ومكاتب الوسطاء بحيث يتم تقديم كفالة واحدة فقط قدرها 10 مليون درهم بدلا من كفالة قدرها 10 مليون درهم لكل من السوقين.

وتجدر الإشارة إلى وجود اتفاقيات تعاون مشترك بين الأسواق في الكويت والبحرين وعمان، واتفاقية موقعة بين سوقي البحرين والأردن وأخرى موقعة بين الأسواق في الكويت ولبنان ومصر، ومذكرة تفاهم بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية، وبين سوق أبوظبي سوق الخرطوم للأوراق المالية.

2.2.2.3.3. أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2002

استمر أداء الأسواق المالية العربية في التحسن للعام الثاني كما سيتم توضيحه على النحو الموالي: [103] ص 18-20

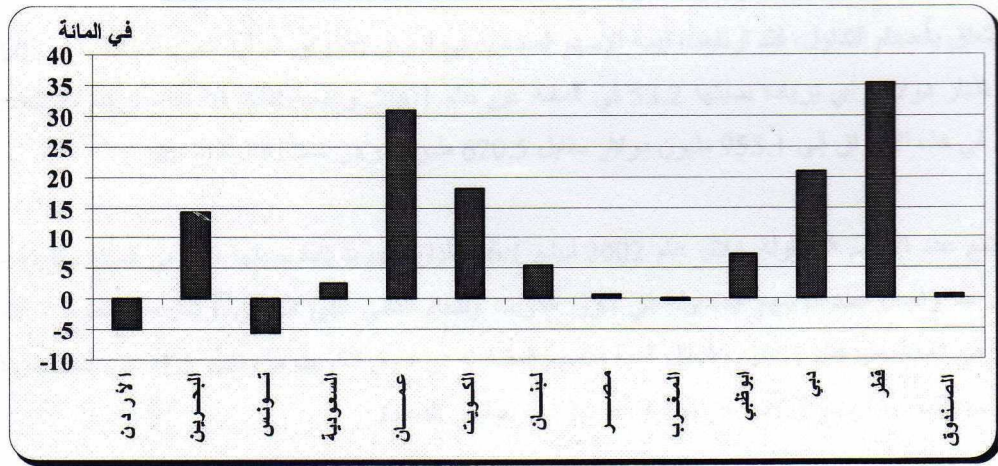
1.2.2.2.3.3. المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

فقد أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الخاص بهذه الأسواق في نهاية عام 2002 تحسناً في الأداء العام بلغت نسبته 0.6%، بالمقارنة مع عام 2001. ويعزى هذا التحسن بشكل عام إلى الأداء الجيد الذي حققته معظم الشركات المساهمة العامة المدرجة في الأسواق المالية العربية.

أما بالنسبة لأداء الأسواق المالية فرادى، فقد ارتفعت في نهاية عام 2002 مؤشرات الأسعار لتسعة أسواق عربية من بين الأسواق الاثنتي عشر المشاركة في قاعدة بيانات الأسواق المالية بالصندوق. فقد سجل مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية في نهاية العام ارتفاعاً بلغ 35.3%. ويعد هذا الارتفاع الأعلى بين الأسواق المالية العربية، تلاها في المرتبة الثانية سوق مسقط للأوراق المالية بنسبة 31%، ثم سوق دبي المالي بنسبة 20.9%.

وفي المقابل، سجل أداء بورصة تونس للأوراق المالية انخفاضاً بلغت نسبته 6.2%، ويعتبر الانخفاض الأعلى بين الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة خلال هذا العام. وقد جاءت في المرتبة الثانية من حيث الانخفاض بورصة عمان بنسبة بلغت 5.1%، ثم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة 0.2%.

والشكل أدناه يوضح التغير في مؤشر صندوق النقد العربي المركب والأسواق المالية العربية بين عامي 2001 و2002.



شكل رقم 09: التغير في مؤشر صندوق النقد العربي المركب والأسواق المالية العربية بين عامي 2001 و2002. [103] ص 18

2.2.2.2.3.3. بالنسبة للقيمة السوقية

ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بنسبة 37% لتبلغ في نهاية عام 2002 حوالي 208.9 مليار دولار. ويعزى هذا الارتفاع إلى عدة أسباب من أهمها، انضمام أسواق كل من أبو ظبي والدوحة ودبي إلى قاعدة البيانات خلال عام 2002. وتجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية في سوق أبو ظبي للأوراق المالية بلغت في نهاية عام 2002 حوالي 20.4 مليار دولار، وبلغت في سوق الدوحة للأوراق المالية حوالي 10.6 مليار دولار وفي سوق دبي المالي بلغت حوالي 9.5 مليار دولار.

ومن العوامل الأخرى التي أدت إلى ارتفاع القيمة السوقية، ارتفاع عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق، إذ ارتفع في نهاية عام 2002 ليصل إلى 1826 شركة مقابل 1687 شركة في العام السابق. وتجدر الإشارة كذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية في سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 31.6%، وارتفاع القيمة السوقية في سوق مسقط للأوراق.

ومن جانب آخر، فإنه يلاحظ عند مقارنة القيمة السوقية لهذه الأسواق بالنتائج المحلي الإجمالي للدول المعنية زيادة هذه النسبة بين عامي 2001 و2002 في معظم الدول العربية باستثناء تونس والمغرب، كما يلاحظ استقرارها في السعودية. فقد انخفضت هذه النسبة في تونس من 11.1% إلى 9.2% وفي المغرب من 26.6% إلى 23% في حين بقيت في السعودية عند 39.8%.

وفي المقابل، ارتفعت نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الكويت من 79.1% إلى 98.2%، وفي البحرين من 83.2% إلى 96.6%، وفي الأردن من 71.5% إلى 76.2% وفي سلطنة عمان من 13.3% إلى 25.9%، وفي مصر من 26.7% إلى 30.6%، وفي لبنان من 7.5% إلى 8% أما في قطر فقد بلغت هذه النسبة 60.5% في عام 2002.

3.2.2.2.3.3. قيمة وعدد الأسهم المتداولة

وفيما يتعلق بأحجام التداول، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال عام 2002 لتبلغ 65.4 مليار دولار، أي بزيادة نسبتها 53.2% عن عام 2001. 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 على التوالي ارتفاعه الملحوظ وذلك بنسبة 102.5% عن عام 2001. وتشكل كمية الأسهم المتداولة في سوق الكويت ما يعادل 91.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق المالية العربية المدرجة في القاعدة.

4.2.2.2.3.3. معدل دوران الأسهم

ارتفع إجمالي الأسواق المالية العربية من 28% عام 2001 إلى 31% عام 2002. وبالنسبة لمعدل الدوران للأسواق فرادى، فقد ارتفع معدل الدوران في ستة أسواق عربية من بين الأسواق المشاركة. فقد ارتفع في الكويت من 43.9% إلى 63%، وفي السعودية من 30.4% إلى 47.6%، وفي مصر من 24.3% إلى 24.5%، وفي الأردن من 14.8% إلى 18.8%، وفي لبنان من 4.2% إلى 8.2%، وفي المغرب من 9.3% إلى 16.8%، وفي لبنان من 4.2% إلى 8.2%، وفي المغرب من 9.3% إلى 16.8%. في حين شهد هذا المعدل انخفاضا في باقي الأسواق المالية العربية، حيث انخفض في سوق مسقط من 15.9% إلى 11.2%، وفي تونس من 15.3% إلى 11.6%، وفي البحرين من 3.8% إلى 2.7%.

والجدول الموالي يبين أداء الأسواق المالية العربية خلال 2002.

الجدول رقم 05: أداء الأسواق المالية العربية (2002) [102]

2002	
208.858.11	القيمة السوقية (مليون دولار)
65.400.09	قيمة الأسهم المتداولة (مليون سهم)
46.086.29	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
1826	عدد الشركات المدرجة
31.31	معدل دوران الأسهم %
100.71	المؤشر المركب للصندوق

3.2.3.3. تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2003

تشير البيانات المتعلقة بالأسواق المالية العربية إلى أن عام 2003 كان عاما استثنائيا بالنسبة لها، إذ شهدت هذه الأسواق مجتمعة تطورا نوعيا وكميا وأداء جيدا.

وعليه، سيتم توضيح ذلك في المحوريين الآتيين على النحو الموالي:

- تطورات الأسواق المالية العربية خلال عام 2003؛

- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2003.

1.3.2.3.3. تطورات الأسواق المالية العربية خلال عام 2003

شهدت هذه الأسواق تطورات ايجابية نتيجة الأداء الجيد لاقتصاديات الدول العربية من جراء ارتفاع أسعار تصدير النفط واستمرار تدني أسعار الفائدة، وعودة بعض رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج. وبالإضافة إلى عدة عوامل منها: [104] ص 13-17

1.1.3.2.3.3. الأطر التشريعية والتنظيمية

في هذا الصدد، تم في مصر إعداد اللائحة الخاصة بصندوق حماية المستثمرين ضد مخاطر إفلاس شركات الوساطة، وخيانة الأمانة، وسرقة الأوراق المالية، وتحويل البورصة المصرية إلى

بورصة ذاتية التنظيم، بالإضافة إلى موافقة الهيئة على إعداد صيغة لعقد نموذجي بين المستثمر وشركة السمسرة لضمان حقوق الطرفين.

كما تم أيضا إعداد القانون الموحد لتأسيس الشركات بهدف تحسين البيئة التشريعية ومناخ الاستثمار، حيث قامت اللجنة المكلفة بإعداد هذا القانون بالعمل على توحيد الإطار التشريعي الذي ينظم إجراءات التأسيس والإدارة والتصفية للشركات العاملة في مصر بجانب فروع ومكاتب التمثيل للشركات الأجنبية مع مراعاة أن يضم القانون، لأول مرة في التشريع المصري، شركات الأشخاص والأموال معا بعد أن كان متفرقا بين تشريعات عدة.

وفي السعودية، تم إقرار نظام سوق الأسهم والذي تم بموجبه إنشاء هيئة سوق المال وهي جهة الإشراف على السوق، وشركة سوق المال لإدارة السوق وهي مستقلة عن الهيئة.

وفي دولة الإمارات، أدخلت الحكومة تعديلات جوهرية على قانون الشركات لعام 1984 والمعدل في عام 1988، هدفت في مجملها إلى حماية المستثمرين وتعزيز دور المراقبة والتدقيق وتعزيز عنصر الإفصاح. كما قامت هيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات بتوحيد المقاصة الإلكترونية وأنظمة التداول وأوقات التداول بين سوقي أبوظبي للأوراق المالية ودبي المالي، وأصدرت قرارا بتشكيل لجنة فنية لتطوير أداء السوقين.

2.1.3.2.3.3. مجال الإفصاح

في مجال الإفصاح، قامت مؤسسة نقد البحرين باعتماد وتعميم المعايير المطلوب الالتزام بها من قبل جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق البحرين لأوراق المالية عند نشر بياناتها المالية والإعلان عن نتائج أعمالها والتطورات المتعلقة بأنشطتها. وفي الاتجاه نفسه يقوم سوق البحرين بنشر أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه من خلال وسائل الإعلام المتاحة ومنها بث الشريط المتحرك لأسعار الأسهم المتداولة عبر قنوات التلفزيون. وتجدر الإشارة إلى أن هذه الخطوة قد سبق إليها العديد من الأسواق العربية كما في الأردن وعمان وغيرها من الدول.

وفي قطر، ألزمت السلطات الشركات المقيدة في السوق بتقديم الإفصاح الفوري، من خلال تزويد السوق، بأي معلومات أو بيانات هامة قد تؤثر على أسعار الأسهم لتلك الشركات وذلك مباشرة

فور إقرارها من قبل مجلس إدارة الشركة. كما ألزمت الشركات المدرجة الإفصاح عن بياناتها المالية السنوية خلال الثلاثة أشهر الأولى بدلا من الأربعة أشهر الأولى من تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة.

3.1.3.2.3.3. مجال الوساطة المالية

في مجال الوساطة المالية، تم في قطر تعزيز بعض المعايير المتعلقة بشركات الوساطة المالية حيث تم التوقيع على اتفاقية مع إحدى شركات تكنولوجيا المعلومات لتزويد شركات الوساطة بنظام محاسبي خاص يتيح ربط أعمال تلك الشركات آليا بنظام التداول في السوق تمكنهم من متابعة ومراقبة عملياتها بصورة أكثر دقة. كما اشترطت اللائحة الجديدة ألا يقل رأس المال المدفوع لشركة الوساطة عن 5 مليون ريال قطري بدلا من مليوني ريال سابقا.

وفي الأردن، أقرت هيئة الأوراق المالية تعليمات حول التمويل على الهامش حيث تم وضع عدد من الشروط الواجب على الوسيط تحقيقها لمنحة رخصة ممارسة هذا النوع من النشاط ومنها أن لا يقل رأسماله عن مليون دينار، بالإضافة إلى تمتعه بإمكانيات فنية وإطارات بشرية مؤهلة. وقد حددت الشروط سقف التمويل على الهامش بثلاثة أضعاف صافي حقوق الملكية للوسيط المعني.

وفي البحرين، قامت مؤسسة نقد البحرين بمنح ترخيص لشركة الكويتية لتقديم خدمات الوساطة بين سوق البحرين الأوراق المالية والأسواق الخليجية والدولية.

4.1.3.2.3.3. مجال الخصخصة

ففي السودان، أعلنت وزارة المالية والاقتصاد الوطني عن تنفيذ جملة من السياسات والإجراءات لصالح القطاع الخاص، وفي مملكة البحرين، تم توقيع العقد الخاص بدراسة خصخصة قطاع الكهرباء والماء.

وفي مصر، قررت وزارة قطاع الأعمال إعادة النظر في أساليب تقييم الشركات المطروحة للبيع في إطار برامج الشركات للبيع بعد تقسيمها إلى فروع ومصانع وبيع كل فرع ومصنع بصفة مستقلة للتيسير على المستثمرين. وإقرار القواعد الجديدة لأساليب التقييم وطرق البيع من قبل اللجنة الوزارية للخصخصة. وتهدف عملية إعادة النظر في أساليب التقييم على تنشيط بيع عدد من الشركات التجارية والصناعية والفنادق التي تعثر بيعها خلال الفترة الماضية. ووافقت اللجنة العليا للخصخصة على طرح حصة المال العام في شركة مصر للفنادق للبيع من خلال طرحها في البورصة.

وفي سلطنة عمان، انتهت السلطات المختصة من إعداد قانون جديد ينظم قطاع الكهرباء والمياه وتحويل أصوله إلى مؤسسة جديدة في المرحلة الأولى، على أن يتم خوصصته في مرحلة ثانية. وفي قطر، قررت الحكومة خلال عام 2003 خوصصة شركة الأسمدة الوطنية، شركة الحديد، وأقسام من مصانع البتروكيماويات، بنسبة 30%، و45% و35% على التوالي، ذلك بهدف تنويع وتوسيع قاعدة الملكية.

كما قام المغرب بتعويم ما يعدل 80% من رأسمال الشركة الوطنية للتبغ. وفي تونس، أعدت السلطات قائمة تضم 21 شركة مرشحة للخوصصة من ضمنها أربعة فنادق، كما طرحت ما يعادل 34% من رأسمال بنك الجنوب في بورصة تونس.

5.1.3.2.3.3. مجال الاستثمار

فقد تم في مصر تعديل قانون الاستثمار خصوصا فيما يتعلق بالضمانات وحوافز الاستثمار والذي بموجبه أصبح يحق للمستثمر الاختيار ما بين التمتع بالحوافز المقررة بقانون ضمانات وحوافز الاستثمار الحالية أو الحوافز الجديدة، وتختص هيئة الاستثمار دون غيرها بإصدار الشهادات اللازمة للتمتع بالإعفاءات الضريبية والجمركية وأية إعفاءات أخرى للشركات الخاصة لأحكام قانون الاستثمار.

وفي هذا الصدد طرحت الحكومة المصرية 132 مشروعا للاستثمار الوطني والأجنبي بتكلفة إجمالية تزيد عن 100 مليار دولار، وأوضحت أن هذا المشروع يمثل الجزء الأول من خطة تنفيذ خريطة مشروعات استثمارية في مصر سيكون للقطاع الخاص الأولوية في تنفيذها. كما تم في مصر إنشاء صندوق الاستثمارات الأجنبية يكون مهمته توفير أكبر قدر من الضمانات لتحويل أموال المستثمرين الأجانب إلى العملة الصعبة.

وفي السودان، أعلنت وزارة الاستثمار موعدا لاستكمال إجراء المعاملات إلكترونيا في إطار تبسيط الإجراءات، وتهيئة المناخ الملائم للمستثمر الأجنبي، وجرى النظر في قانون تشجيع الاستثمار ويجيز التعديل منح المشروع غير الاستراتيجي إعفاء من ضريبة أرباح الأعمال لمدة لا تزيد عن خمس سنوات تبدأ من تاريخ مزاولة النشاط أو بدء الإنتاج.

وفي الكويت، أصدرت السلطات قوانين تنظم الاستثمار المباشر لرأس المال الأجنبي، تم بموجبها السماح للمستثمر الأجنبي أن يمتلك أسهم البنوك الكويتية بشرط موافقة بنك الكويت المركزي إذ

رغب المستثمر في تملك أكثر من 5% من رأس مال البنك الواحد. ولا يجوز أن تزيد نسبة ما يملكه المستثمرون غير الكويتيين في البنك الواحد عن 49% من رأس ماله إلا بعد الحصول على موافقة مسبقة من مجلس الوزراء بعد أخذ رأي البنك المركزي.

كما نصت القوانين على أن يجوز بقرار من الوزير بناء على توصية لجنة الاستثمار الترخيص لتأسيس شركة كويتية تبلغ حصة الأجانب فيها 100% من رأس مالها، وذلك طبقاً للشروط والأوضاع التي يضعها مجلس الوزراء.

6.1.3.2.3.3. مجال التعاون

قام سوق البحرين لأوراق المالية، في إطار التعاون مع الأسواق الأخرى، بتوقيع مذكرة تفاهم مع سوق طهران للأوراق المالية تهدف إلى تعزيز التعاون القائم بين السوقين في مختلف المجالات وخصوصاً في الجوانب المتعلقة بخلق وتفعيل قنوات تبادل المعلومات بين السوقين وتبادل الخبرات ذات العلاقة بنشاطهما، علاوة على الاستفادة من برامج التدريب المتخصصة التي تنظمها الجهات المختصة بقطاع الأوراق المالية في البلدين.

وفي الأردن والإمارات، انضمت بورصة عمان وهيئة الأوراق المالية والسلع في هذين البلدين إلى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية والتي تعني بكافة الشؤون المتعلقة برقابة الأسواق المالية وبصناعة الأوراق المالية وبشكل خاص القوانين والأنظمة التي تحكم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها والإفصاح والرقابة. ويتيح الانضمام إلى هذه المنظمة فرصة الاستفادة من إحداه التطويرات التشريعية، وفرصة المشاركة في إعداد هذه التشريعات وتبادل المعلومات والخبرات لتطوير الأسواق المالية في الدول الأعضاء.

2.3.2.3.3. أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2003

نتيجة للتطورات السابقة الذكر وما رافقها من عوامل أخرى إيجابية، فقد شهدت الأسواق المالية

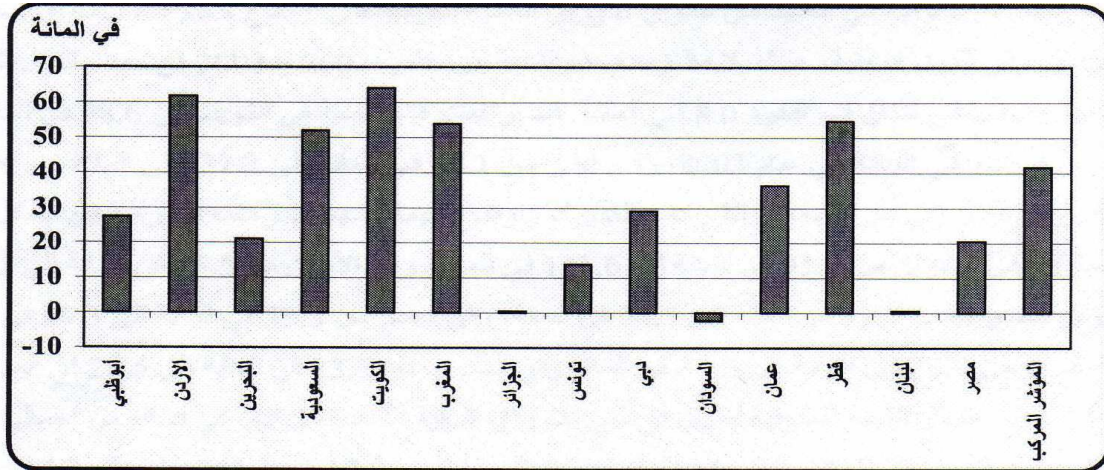
العربية تحسناً كبيراً في جميع مؤشراتها والمبينة على النحو الموالي: [104] ص 18-20

1.2.3.2.3.3. المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

أظهر المؤشر المركب في نهاية عام 2003 مقارنة مع العام الذي سبقه، ارتفاعا كبيرا بلغت نسبته 40.9% ليبلغ 141.9 نقطة.

أما بالنسبة لأداء أسواق الأوراق المالية العربية بشكل فردي، فقد ارتفعت مؤشرات الأسواق المالية الأربعة عشر المشاركة، بعد إضافة الجزائر والسودان إلى قاعدة البيانات، بنسب متفاوتة باستثناء مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية الذي انخفض بنسبة 2.3%. وقد سجلت سوق الكويت للأوراق المالية أعلى ارتفاع إذ بلغت نسبته 101.7% تلتها بورصة عمان بارتفاع بلغت نسبته 61.7% ثم سوق الدوحة للأوراق المالية وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بارتفاع بلغت نسبته 54.8% و53.9% على التوالي.

والشكل الموالي يوضح التغير في مؤشر الصندوق المركب للأسواق المالية العربية بين عامي 2002 و2003.



شكل رقم 10: التغير في مؤشر الصندوق المركب للأسواق المالية العربية

بين عامي 2002 و2003. [104] ص 18

2.2.3.2.3.3. بالنسبة للقيمة السوقية

أما بالنسبة لأحجام الأسواق 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 سجلت في

نهاية عام 2002 أي بنسبة ارتفاع بلغت 73.2%. وقد سجلت القيمة السوقية لسوق الدوحة للأوراق المالية أعلى ارتفاع حيث بلغت نسبته 152.7%، وجاء سوق الأسهم السعودية في المرتبة الثانية من حيث الارتفاع بنسبة 110%.

ويعزى الارتفاع الكبير في القيمة السوقية في عام 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.

كما يعزى ارتفاع القيمة السوقية إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق المالية العربية وكبر حجم الشركات التي أدرجت في هذه الأسواق ومنها على سبيل المثال شركة الاتصالات السعودية التي تمثل قيمتها السوقية ما نسبته 21.5% من القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية والتي تمثل بدورها كما في نهاية عام 2003 ما نسبته 43.48% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية مجتمعة، كذلك إدراج شركات الاتصالات في كل من الأردن وقطر والإمارات وغيرها من الشركات ذات الحجم الكبير نسبياً.

وقد أدى ارتفاع القيمة السوقية إلى ارتفاع حجم هذه الأسواق نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يلاحظ زيادة هذه النسبة في معظم الدول العربية باستثناء تونس وبنان في حدود 8%. فقد ارتفعت هذه النسبة في الكويت من 98.6% في عام 2002 إلى 145.4% في عام 2003، وفي قطر من 59.1% إلى 137.2% ويرجع هذا الارتفاع الكبير في قطر إلى إدراج بعض الشركات الكبيرة، وارتفاع قيمة أسهم الشركات المدرجة فيها بشكل كبير خلال هذا العام، وفي البحرين من 91.7% إلى 111.6%، وفي الأردن من 75.5% إلى 111.2%، وفي السعودية من 39.7% إلى 74.5%، وفي مصر من 33.3% إلى 39.3% وفي سلطنة عمان من 25.9% إلى 33.6% وفي المغرب من 23.7% إلى 29.5%.

أما بالنسبة إلى الإمارات فإنها تمثل ما نسبته 55.7% من الناتج المحلي الإجمالي للدولة. أما في السودان فإن القيمة السوقية لسوق الخرطوم تمثل ما نسبته 3.8%، ولا تتجاوز القيمة السوقية لبورصة الجزائر ما نسبته ربع في المائة من الناتج المحلي الإجمالي للدولة وذلك بسبب الإدراج المحدود في السوق والمتمثل في 3 شركات فقط.

ويمكن تقسيم الأسواق المالية العربية من حيث الحجم النسبي لها إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ثلاث مجموعات، الأولى تضم الأسواق في كل من الكويت وقطر والبحرين والأردن وتزيد نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 100%. أما المجموعة الثانية فتتمثل في الأسواق التي تزيد قيمة السوقية عن 50% وتضم الأسواق في السعودية والإمارات. أما المجموعة الثالثة فتضم الأسواق في كل من مصر وسلطنة عمان والمغرب وتونس ولبنان والسودان والجزائر والتي تقل نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50%.

3.2.3.2.3.3. قيمة وعدد الأسهم المتداولة

وفيما يتعلق بأحجام التداول، فقد شهدت خلال عام 2003 ارتفاعا كبيرا مقارنة مع العام السابق. فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية بنسبة 252.3% لتبلغ نحو 230.4 مليار دولار مقابل 65.4 مليار دولار خلال عام 2002. وقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودية أعلى ارتفاع مقارنة مع الأسواق الأخرى إذ بلغت نسبته 414.5% لتبلغ قيمة الأسهم المتداولة في هذه السوق ما يقارب 160 مليار دولار أي ما نسبته 69% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية. وجاءت في الترتيب الثاني من حيث الارتفاع سوق الدوحة للأوراق المالية إذ بلغت نسبته 264.7%، ثم سوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة ارتفاع بلغت 176.5%.

كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية بنسبة 37.5% ليبلغ خلال عام 2003 نحو 63.4 مليار سهم مقابل 46.1 مليار سهم خلال عام 2002. وقد احتلت سوق أبوظبي للأوراق المالية الترتيب الأول من حيث الارتفاع، إذ بلغت نسبته 283.4%، تلاها سوق الأسهم السعودية بنسبة 220.6%. كما سجلت سوق الكويت لأوراق المالية ارتفاعا في عدد أسهمها 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 شكلت خلال هذا العام نسبة 78.2% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية.

4.2.3.2.3.3. معدل دوران الأسهم

فقد ارتفع بالنسبة للأسواق المالية العربية مجتمعة من 31% عام 2002 إلى 63.7% عام 2003. أما بالنسبة إلى الأسواق المالية العربية بشكل فردي، فقد ارتفع معدل الدوران في السعودية من 47.6% إلى 101.1%، وفي الكويت من 63% إلى 91.9%، وفي الأردن من 18.8% إلى

23.8%، وفي سلطنة عمان من 11.2% إلى 18.4%، وفي المغرب من 16.8% إلى 18.2%، وفي لبنان من 8.2% إلى 8.7%.

في حين انخفض هذا المعدل في مصر من 24.5% إلى 15.6%، وفي تونس من 11.6% إلى 7.7%، وبقيت هذه النسبة في حدود 2.7% في سوق البحرين للأوراق المالية. وأما لباقي الأسواق المالية العربية فقد بلغ معدل الدوران في سوق الدوحة 12.1%، وفي سوق دبي 7.2%، وفي سوق أبوظبي 3.3%، وفي سوق الخرطوم 9% وفي بورصة الجزائر 0.15%. ويعزى انخفاض هذه النسبة في بورصة الجزائر إلى أن التداول في هذه البورصة يقتصر على يوم واحد في الأسبوع فقط.

ويوضح الجدول الموالي أداء الأسواق المالية العربية عام 2003.

الجدول رقم 06: أداء الأسواق المالية العربية (2003) [102]

2003	
361.078.15	القيمة السوقية (مليون دولار)
232.420.38	قيمة الأسهم المتداولة (مليون سهم)
63.388.64	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
3726	عدد الشركات المدرجة
64.37	معدل دوران الأسهم %
141.87	المؤشر المركب للصندوق

4.2.3.3. تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2004

استمرت الأسواق المالية العربية خلال عام 2004 في أدائها الجيد الذي حققته في عام 2003. فقد أدت فوائض الإيرادات النفطية والطفرة في السيولة المحلية التي نتجت عنها زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المحلية، وذلك في ضوء استمرار تدني أسعار الفائدة. وزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية مما عزز ثقة المستثمرين في تنشيط الأسواق المالية.

وعليه، سيتم تناول هذا من خلال المحورين المواليين:

- تطورات الأسواق المالية العربية خلال عام 2004؛

- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2004.

1.4.2.3.3. تطورات الأسواق المالية العربية خلال عام 2004

شهدت الأسواق المالية العربية تطورات في مجالات الإفصاح، وتقنية المعلومات، والخصوصية،

والأطر التنظيمية والتي يمكن تلخيصها في العناصر الآتية: [105] ص 19-22

1.1.4.2.3.3. الأطر التشريعية والتنظيمية

قامت بورصة عمان بإدخال لأول مرة مفهوم الإدراج المستمر، حيث تقوم الشركة المدرجة في السوق الأولية المحافظة على متطلبات الإدراج طيلة وجودها في هذا السوق. أما التشريع الآخر فيتمثل في النظام الإداري للبورصة والذي أدخلت عليه بعض التعديلات مثل استحداث دائرة الرقابة والتفتيش. وفي البحرين، أصدرت مؤسسة نقد البحرين الدليل الشامل لإصدار طرح وإدراج السندات وأدوات الدين الأخرى.

وفي السعودية، فقد قرر مجلس سوق الأسهم السعودية تعيين لجنة جديدة للإشراف على تنفيذ قانون سوق رأس المال الذي صدر في عام 2003. ومن صلاحيات هذه اللجنة العمل على تطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى الحد من المخاطر في هذا المجال من خلال توعية المستثمرين، وإصدار اللوائح اللازمة. وفي الكويت، أقرت اللجنة الفنية في السوق الكويتية للأوراق المالية عددا من الضوابط لسوق التداول الآجل والذي وصلت قيمة نشاطه إلى 3.3 مليار دولار.

وفي مصر، أقر مجلس الوزراء اللائحة التنفيذية لمشروع قانون سوق رأس المال بهدف تنشيطه. ويتضمن التعديل تعريف "شركة التوريق" بأنها الشركة التي تزاوّل نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها. ومن جهة أخرى، أقرت السلطات المصرية نظاما جديدا لتغطية وتداول أذون وسندات الخزانة، يسمى نظام "المتداوليين الرئيسيين" ومنح البنك المركزي تراخيص لثلاثة عشر بنكا تسمح لها بملاءتها المالية بمزاولة هذا النشاط.

وفي الإمارات، منحت السلطات المعنية الترخيص لمركز دبي المالي العالمي كما تم إصدار التشريعات اللازمة لأنشطته مثل قانون الشركات ذات المسؤولية المحدودة، وقانون العقود، وقانون التحكيم، وقانون الشركات العامة وقانون الصرف. وفي قطر، أصدر المصرف المركزي تعميماً يسمح بموجبه تمويل الأسهم عن طريق القروض شريطة استيفاء تغطية القرض 100% أو بضمان الراتب. وأخيراً وافق مجلس الوزراء على اللائحة التنفيذية لصناديق الاستثمار لدعم أداء واستقرار سوق الدوحة للأوراق المالية، مما سمح لعدد من البنوك وشركات الاستثمار بتقديم طلب تأسيس مثل هذه الصناديق.

2.1.4.2.3.3. مجال الإفصاح

ففي مجال الإفصاح، قامت الشركات المدرجة في السوق الأولية في بورصة عمان ولأول مرة، بتزويد البورصة بتقاريرها الفصلية المراجعة من قبل المدققين الخارجيين بهدف إضفاء المزيد من المصداقية والثقة على البيانات والمعلومات. ووصلت نسبة الالتزام بهذه التعليمات إلى 95% من إجمالي الشركات المدرجة في السوق الأولية حين قدمت تقاريرها خلال شهر من انتهاء الربع المعني. وفي السعودية أصدرت هيئة الأوراق المالية شروط الإدراج في السوق، التي ركزت على الإفصاح عن ما يؤثر على أسعار الأوراق المالية الصادرة عن هذه الشركات.

وفي مصر، قرر مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال تعديل قواعد الإدراج والشطب للأوراق المالية، حيث يلزم الشركات موافاة الهيئة والبورصة بصورة من القوائم المالية السنوية فور إعدادها من قبل مجلس الإدارة وتقرير مدققي الحسابات، على أن يكون ذلك قبل بداية جلسة التداول في اليوم التالي من إعدادها على الأكثر، كما التزمت الهيئة والبورصة بموافاتها بصورة من تلك القوائم المالية، خلال عشرة أيام من تاريخ اعتمادها من قبل الجمعية العامة للشركة، وصورة من القوائم المالية الفصلية، وتقرير مدقق حسابات الشركة، وذلك خلال خمسة وأربعين يوماً على الأكثر من تاريخ الفترة المذكورة. كما ألزم هذا التعديل الشركات المدرجة في البورصة بتزويد الهيئة بالتقرير السنوي لمجلس إدارة الشركة المعنية.

أما في قطر، طلبت سوق الدوحة للأوراق المالية من الشركات المساهمة العامة والمدرجة بضرورة تقديم تقارير نصف سنوية عن نشاطها وبياناتها المالية، وذلك خلال خمسة وأربعين يوماً بعد انتهاء نصف السنة الأولى، على أن تتضمن تلك التقارير كافة البيانات التي تفصح عن حقيقة المركز المالي للشركة المعنية. كما ينص التعديل على نشر ملخص واف للتقرير المذكور في صحيفتين يوميتين محليتين إحداهما باللغة الإنجليزية إذ كان التداول متاحاً للمستثمرين الأجانب.

وبالإضافة إلى ما سبق ولتعميق عنصر الإفصاح، قامت بورصة عمان بتعميم التقارير الفصلية التابعة للشركات المدرجة على كافة الوسطاء العاملين في البورصة من خلال التراسل الداخلي (Intranet). كما قامت البورصة بوضع هذه التقارير على موقعها على شبكة الإنترنت (النسخة العربية)، واتخذت سوق الدوحة للأوراق المالية الإجراء نفسه.

أما الجانب الآخر من الإفصاح والذي شهد تطورات خلال عام 2004 فيتمثل في قيام بعض البورصات العربية بإدخال مؤشرات جديدة مثل سوق مسقط للأوراق المالية الذي يحسب مؤشره على أساس 1000 نقطة، بدلا من 100 نقطة، لتكون السوق منسجمة مع مثيلاتها في الأسواق المالية العربية وبالتالي يسهل مقارنة حركة المؤشر الجديد مع نشاط الأسواق المالية الأخرى، وأخيرا تم خلال عام 2004 تأسيس مكتب لتقييم ملاءة الشركات المدرجة في سوق دبي المالي.

3.1.4.2.3.3 أنظمة التداول

وفي إطار العمل على تطوير الأسواق المالية العربية من خلال استقطاب تقنية المعلومات والأساليب الحديثة لنظم التداول، تم في مصر التوقيع على اتفاقية بين الشركة مصر لنشر المعلومات، المملوكة لبورصتي القاهرة والإسكندرية، وسوق الدوحة للأوراق المالية لتطور النظم الرقابة على التداول.

كما تعزز التعاون بين سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، مع بدء العمل بالشاشة الموحدة بدلا من شاشة لكل واحد منهما. وبدأت هيئة الأوراق المالية بإصدار المؤشر الموحد. ومن جهة أخرى وافقت سوق أبوظبي للأوراق المالية على مذكرتي تفاهم، الأولى مع البورصة القاهرة والإسكندرية، والثانية مع شركة مصر للمقاصة والإيداع.

4.1.4.2.3.3 مجال الخصوصية

وفي إطار عمليات الخصوصية، قام عدد من الدول العربية خلال عام 2004 بطرح أسهم شركات القطاع العام للاكتتاب في الأسواق المحلية أو الأسواق العربية.

ففي تونس قامت السلطات التونسية ببيع ما يعادل 33.5% من رأسمال بنك الجنوب للقطاع الخاص. كما قامت السلطات السعودية بخصوصية اثنتين من أكبر الشركات العامة، وهي شركة التعدين العربية السعودية "معادن" والشركة الوطنية للتأمين التعاوني "التعاونية للتأمين". وقرر مجلس الوزراء

طرح ما يعادل 20% من رأسمال شركة اتحاد للاتصالات للاكتتاب العام، والذي يقدر بحوالي 5 مليار ريال.

وفي الكويت، وافقت لجنة مجلس الأمة على قانون تحويل الخطوط الجوية الكويتية إلى شركة مساهمة عامة. وقامت وزارة الاستثمار في مصر بطرح الحصص المملوكة للدولة في 10 شركات للبيع في إطار برنامجها "إدارة الأصول والاستثمارات". وفي المغرب قامت السلطات المغربية بطرح 20% من رأسمال البنك المركزي الشعبي.

وفي السودان، حولت الحكومة الشركة الجوية السودانية إلى شركة مساهمة خاصة، كمرحلة الأولى، وتحفظ الحكومة فيها بنسبة 30% من رأسمالها، ويوزع الباقي بين القطاع الخاص المحلي في حدود 20% وشركاء استراتيجيين في حدود 49%. وفي المرحلة المقبلة سوف يتم تحويلها إلى شركة مساهمة عامة ومن ثم إدراجها في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

وأخيرا في الجزائر، قررت السلطات الجزائرية خوصصة 942 شركة عامة تشمل مجمل القطاعات، ويقدر إجمالي رأسمالها بحوالي 800 مليار دينار. ومع نهاية عام 2004 وصل عدد الطلبات لشراء الشركات المطروحة كليا أو جزئيا للبيع إلى 604 منها 49% لجزائريين و31% لأجانب، والباقي لعمال هذه الشركات. ومن جهة أخرى قررت فرنسا تحويل ما يعادل 288 مليون يورو من الديون في ذمة الجزائر إلى استثمار مباشر، كما قررت الشركة الكويتية للاتصالات التي حصلت على الرخصة الثانية للهاتف النقال في الجزائر استثمار حوالي مليار دولار خلال السنوات الثلاث المقبلة.

وفي سوق أبوظبي للأوراق المالية، وصلت نسبة التملك لغير المواطنين إلى 11.4% من رسلمة السوق، يتقدمهم المستثمرين من السعودية فالبحرين ثم الأردن. وفي قطر قررت السلطات السماح للمقيمين بالاستثمار في أسهم كيوتل وشركة السلام العالمية للاستثمارات، ويذكر في هذا المجال أن القوانين سارية المفعول تسمح للخليجيين بالاستثمار في قطاعي الصناعة والخدمات، حيث وصل عدد الشركات التي فيها الاستثمار من قبل الخليجيين إلى عشر شركات كما سمحت السلطات القطرية لغير القطريين بالاستثمار في الشركات المساهمة المحلية ولغاية 20% من رأسمالها.

وفي الأردن، وصلت نسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركات المدرجة في بورصة عمان 40.2% من إجمالي الرسلطة وشكلت مساهمة المستثمرين العرب 30% في حين شكل المساهمون غير العرب 10.2% من إجمالي القيمة السوقية.

5.1.4.2.3.3. مجال التعاون

انضمت بورصة عمان إلى اتحاد البورصات الدولي كعضو مساند ويذكر في هذا المجال أن معظم الأسواق المالية العربية أعضاء في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.

2.4.2.3.3. أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2004

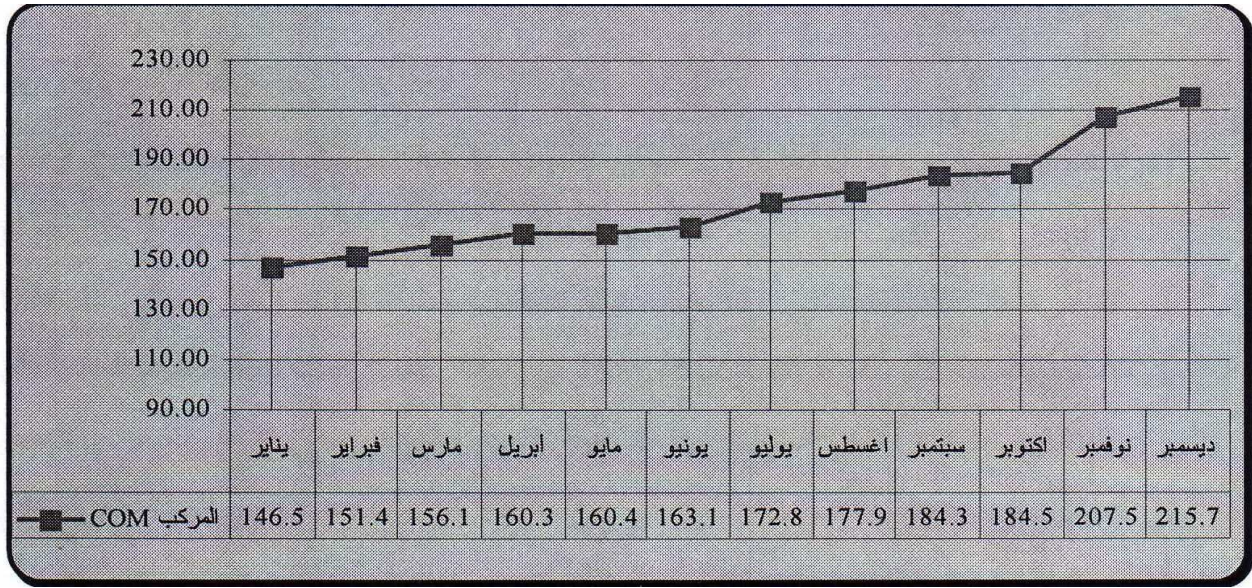
شهد أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2004 تطورات هامة، وذلك بالنسبة للعناصر الآتية: [105] ص 16-19

1.2.4.2.3.3. المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي من 141.9 نقطة عام 2003 إلى 215.7 نقطة، أي بزيادة نسبتها 52%. ويعزى هذا الارتفاع بشكل أساسي إلى زيادة السيولة، بالإضافة إلى النتائج الإيجابية التي حققتها غالبية الشركات المساهمة العامة المدرجة في الأسواق العربية.

وبالنسبة للأداء الفردي للأسواق، فقد ارتفعت في نهاية عام 2004 جميع مؤشرات الأسعار التي يحتسبها الصندوق لهذه الأسواق، باستثناء مؤشر بورصة الجزائر الذي انخفض بنسبة 2.3%. وقد سجل مؤشر سوق دبي المالي أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية بلغت نسبته 124%. واحتل أداء سوق الأسهم السعودية الترتيب الثاني من حيث الارتفاع بواقع 103.3%، ثم مؤشر سوق المال بمصر بنسبة 70.9%.

ويوضح الشكل الموالي تطور مؤشر صندوق النقد العربي عام 2004.



شكل رقم 11: تطور مؤشر صندوق النقد العربي عام 2004. [105] ص 17

2.2.4.2.3.3. بالنسبة للقيمة السوقية

ارتفعت أحجام الأسواق المالية العربية مقاسة بالقيمة السوقية وبلغت في نهاية العام 622.4 مليار دولار، أي بزيادة نسبتها 72%. وقد سجلت القيمة السوقية لسوق الخرطوم للأوراق المالية أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية، إذ ارتفعت بنسبة 175.7%، تلتها سوق دبي المالي بنسبة 145.7%، ثم سوق الأسهم السعودية بنسبة 94.7%. في حين انخفضت القيمة السوقية لبورصة الجزائر بنسبة 2.3%. والجدير بالذكر أن القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية شكلت ما نسبته 49.2% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية.

أما فيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، فقد انخفض في نهاية عام 2004 إلى 1597 شركة مقابل 1723 شركة مدرجة كما في نهاية عام 2003، وذلك كمحصلة لدرج وشطب عدد من الشركات في هذه الأسواق. وتجدر الإشارة إلى أن عدد الشركات المدرجة في سوق المال بمصر انخفض ليلبلغ 792 شركة مقابل 967 شركة في العام الماضي، ويشكل عدد الشركات المدرجة في هذه السوق ما يقارب من 50% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية.

أما فيما يتعلق بحجم الأسواق المالية العربية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لكل دولة، فإنه يمكن تقسيم هذه الأسواق إلى مجموعتين. تضم المجموعة الأولى، الأسواق التي تتجاوز حجم أسواقها قيمة الناتج المحلي الإجمالي وهي حسب الترتيب: الأردن بنسبة 164%، الكويت بنسبة 148%، قطر بنسبة 142%، السعودية بنسبة 123%، وأخيرا البحرين بنسبة 122%.

أما المجموعة الثانية وتضم باقي الأسواق المالية العربية، وهي الأسواق التي تقل قيمتها السوقية عن الناتج المحلي الإجمالي، سوق الإمارات التي تحتل المرتبة الأولى في هذه المجموعة، وتبلغ نسبة قيمتها السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي ما يقارب 87%، ثم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة 51%، في حين تتراوح باقي النسب ما بين 10% إلى 40% في باقي الدول، باستثناء بورصة الجزائر التي تبلغ النسبة 0.17%، وهي تدل على صغر هذه البورصة نسبة إلى اقتصاد الجزائر.

2.2.4.2.3.3. قيمة وعدد الأسهم المتداولة

شهدت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال عام 2004 ارتفاعا كبيرا بالمقارنة مع العام السابق. فقد ارتفعت هذه القيمة بما نسبته 146.6% لتبلغ نحو 568.289 مليار دولار مقابل 230.417 مليار دولار، خلال العام الماضي. وقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي عام 2004 أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية، إذ بلغت نسبته 1238%. كما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في سوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 343.2%، وارتفعت قيمة الأسهم أيضا في سوق الأسهم السعودية بنسبة 197.4%. وفي المقابل انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة الجزائر بنسبة 47.1%، وفي سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 5.3%.

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية، فقد انخفض خلال عام 2004 بنسبة 10% ليبلغ 57.029 مليار سهم مقارنة مع 63.389 مليار سهم خلال العام السابق. ويعزى هذا الانخفاض بشكل أساسي إلى انخفاض عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 32.3%. وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت يشكل 58.8% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال عام 2004. وفي المقابل يلاحظ ارتفاع عدد الأسهم المتداولة بنسب كبيرة، خاصة في سوق دبي المالي بنسبة 1470%، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة 410%، وسوق أبوظبي 302.7%.

3.2.4.2.3.3. معدل دوران الأسهم

فقد ارتفع هذا المعدل للأسواق المالية العربية مجتمعة من 64% خلال عام 2003 إلى 91% خلال 2004، مما يشير إلى ارتفاع نسبة السيولة في هذه الأسواق.

أما بالنسبة لأداء الأسواق المالية بشكل فردي، فقد سجل معدل الدوران في سوق الأسهم السعودية أعلى ارتفاع إذ بلغ 154% والذي يشير إلى مستوى النشاط الكبير في السوق، تلاها سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 70%، وسوق دبي المالي بنسبة تقارب 40%، ثم بورصة عمان بنسبة 30%.

وفي المقابل انخفض معدل الدوران في بعض الأسواق الأخرى، حيث بلغ أدناه في بورصة الجزائر 0.09%، ويعزى ذلك إلى انخفاض أحجام التداول في هذه البورصة واقتصارها على يوم واحد في الأسبوع، هذا بالإضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة فيها والبالغ ثلاث شركات فقط. وتحتل سوق البحرين المرتبة الثانية من حيث انخفاض معدل الدوران، ذلك بواقع 3.4%، ثم سوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 8%.

والجدول الموالي يوضح أداء الأسواق المالية العربية خلال 2004.

الجدول رقم 07: أداء الأسواق المالية العربية (2004). [102]

2004	
622.422.25	القيمة السوقية (مليون دولار)
568.288.52	قيمة الأسهم المتداولة (مليون سهم)
57.028.74	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
1597	عدد الشركات المدرجة
91.30	معدل دوران الأسهم %
215.67	المؤشر المركب للصندوق

5.2.3.3. تطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2005

شهدت الأسواق المالية العربية مواصلة الجهود الرامية إلى تطوير التشريعات والأنظمة التي تحكم عملها واعتماد نهج الخصوصية وتحويل ملكية هذه الأسواق تدريجياً إلى القطاع الخاص. وهو ما سيتم توضيحه من خلال ما يلي: [106] ص 132-134

- تطورات الأسواق المالية العربية خلال عام 2005؛
- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2005.

1.5.2.3.3. تطورات الأسواق المالية العربية خلال عام 2005

ازداد عدد المستثمرين في هذه الأسواق بصفة مباشرة بشكل كبير وذلك نتيجة لتوفر السيولة، خاصة في الأسواق الكبيرة نسبياً في دول مجلس التعاون الخليجي، والذي ساهم في زيادة حجمها استمرار الارتفاع في أسعار النفط في الأسواق الدولية. وارتفعت عمليات المضاربة في بعض هذه الأسواق بصورة حادة، وبالتالي ارتفعت الأسعار إلى مستويات عالية جداً، مما أسهم في حصول بوادر حركات تصحيحية في بعضها أواخر عام 2005، الأمر الذي ساهم بشكل رئيسي في إبراز الحاجة إلى تطوير الأطر الرقابية والقانونية في هذه الأسواق بغية تقوية دورها، من جهة وحماية المستثمرين ومدخراتهم من جهة أخرى.

وتميز عام 2005 بزيادة حجم الاستثمارات البينية في الأسواق المالية العربية، مما أدى إلى حركة نشطة كبيرة في هذه الأسواق مقارنة مع الأعوام السابقة.

1.1.5.2.3.3. أنظمة التداول ومجال الإفصاح

بهدف تسهيل عمليات التداول وضمان أوامر البيع والشراء وافقت لجنة البورصة في قطر على تنفيذ مشروع نظام تداول الأسهم المدرجة في بورصة الدوحة عبر شبكة الانترنت.

وفي سلطنة عمان، تم إحداث مجموعة من التغييرات وقيام السوق بشراء نظام تداول الكتروني جديد لتطوير الخدمات التي يقدمها للمتعاملين. وتم تطوير خصائص نظام التقاص الالكتروني حيث تم فتح حساب العمليات المصرفية للسوق مع غرفة المقاصة لدى البنك المركزي العماني، وإلغاء حصة السوق من العمولة التي تترتب على التعاملات في السندات التي يجريها صناع السوق عند ترخيصهم من الهيئة.

وفي الأردن، شهدت السوق مجموعة من التطورات في مجال تقنية المعلومات كاعتماد نظام أرشفة الوثائق الصادرة عن البورصة، وتطوير البرمجيات المتعلقة بأنظمة البورصة، أما فيما يتعلق بجانب الإفصاح، فلقد تم إحلال موقع جديد للبورصة على شبكة الأنترنت لنشر أهم البيانات والمعلومات الصادرة عن البورصة على الموقع وتوفيرها لكافة المستثمرين.

وفي السعودية، شدد مجلس هيئة السوق المالي في منتصف عام 2005 على عمليات تداول أبناء رؤساء وأعضاء مجالس إدارة الشركات المساهمة، والمديرين والتنفيذيين في كافة الشركات المساهمة، ولقد أصدر مجلس الهيئة قرارا يقضي غرامات مالية على عدد من أعضاء مجالس إدارات وكبار التنفيذيين وذلك بسبب تداولهم أسهم شركاتهم في فترة الحظر الخاصة بالنتائج المالية السنوية. وأصدرت الإمارات عام 2005 قرارات بتعديل أنظمة التحكيم في منازعات تداول الأوراق المالية والمقاصة والتسويات ونقل الملكية والوسطاء.

2.1.5.2.3.3. مجال الخوصصة

شهد عام 2005 العديد من الاكتتابات العامة في الدول العربية فعلى سبيل المثال، فعلى سبيل المثال، تم في ديسمبر 2005 الإعلان عن تخصيص نسبة 20% من سوق دبي المالي للاكتتاب العام، وبذلك تكون أول سوق عربية تطرح نسبة من أسهمها للاكتتاب العام، كما شهدت سوق السعودية أربعة اكتتابات في قطاع البنوك والبيتروكيماويات بالإضافة إلى قطاع الصناعة.

وفي عمان كان هناك ثلاثة اكتتابات أحدها يخص عملية خوصصة شركة الاتصالات العمانية والأخرى لشركات تعمل في مجال الطاقة والتمويل. كذلك شهدت دولة قطر مجموعة من الاكتتابات في مجال العمليات المصرفية وقطاع الصناعة، وفي مصر قامت الحكومة بخوصصة شركات الاتصالات المصرية وشركتين في مجال النفط.

3.1.5.2.3.3. مجال الاستثمار

ففي قطر، صدر قرار بالسماح للأجانب بالاستثمار في الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز 25%، مما ساعد على تنشيط حركة السوق واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستفادة من النشاط الاقتصادي والتجاري الكبير الذي تشهده قطر.

وقررت الإمارات في أواخر العام 2005 السماح لمواطني دول مجلس التعاون بتملك وتداول الأسهم وتأسيس الشركات المساهمة فيها. وقامت بعض الشركات في الإمارات أيضا بتعديل قوانينها كي يتم السماح للأجانب بشراء أسهمها.

4.1.5.2.3.3. مجال التعاون

شهد العام مجموعة من عمليات الإدراج المشترك لبعض الشركات العربية في أسواق عربية أخرى، كما حصل لمجموعة من الشركات الكويتية من عمليات إدراج في سوق دبي المالي، وما حصل لشركات لبنانية وبحرينية تم إدراجها في سوق الكويت للأوراق المالية.

وكذلك تم في أواخر عام 2005 افتتاح مركز دبي المالي العالمي، حيث بدأت بورصة دبي العالمية تداولاتها. وفور افتتاحها أصبحت أربع بنوك عالمية أعضاء في البورصة وهي كريدي سويس، ودويتشه بنك، ويو. بي. اس، واتش. اس. بي. سي.

2.5.2.3.3. أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2005

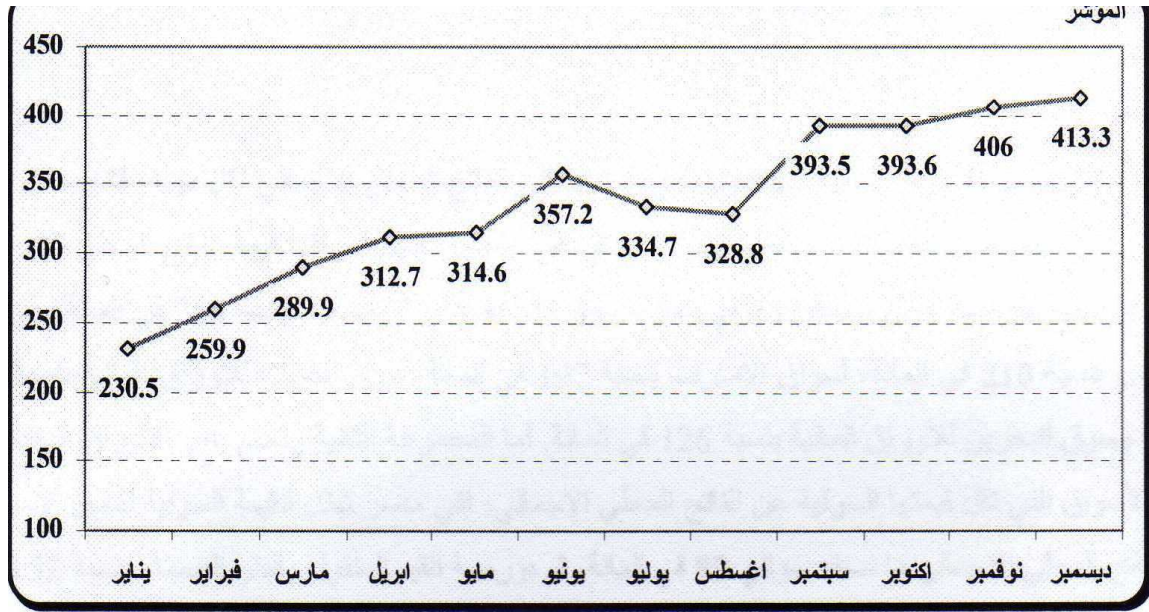
واصلت الأسواق المالية العربية أداءها الجيد في عام 2005 عقب الأداء التصاعدي للأسواق خلال العامين السابقين مستفيدة من عدة عوامل أبرزها الزيادة الكبيرة في السيولة المحلية التي نجمت عن استمرار الارتفاع في الإيرادات النفطية وما رافق ذلك من توسع في الاكتتابات العامة في الدول العربية مجتمعة.

كذلك، ساهمت الإصلاحات الاقتصادية في الدول العربية في تعزيز ملموس للنشاط الاقتصادي لهذه الدول، مما أثر بشكل إيجابي على أداء الشركات المدرجة في أسواق الأسهم وتعزيز فرص جذب الاستثمار الأجنبي إلى تلك الأسواق.

1.2.5.2.3.3. المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 91.6% بنهاية عام 2005 حيث بلغ 413.3 نقطة في نهاية عام 2005، وهو أعلى رقم سجله المؤشر منذ احتسابه.

والشكل الموالي يوضح التغير في مؤشر صندوق النقد العربي لعام 2005.



شكل رقم 12: التغير في مؤشر صندوق النقد العربي لعام 2005. [106] ص 135

وبالنسبة للأداء الفردي للأسواق، فقد سجلت سوق فلسطين للأوراق المالية أعلى نسبة ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية إذ ارتفعت بنسبة 285.6%، علماً بأن السوق قد انضمت إلى قاعدة البيانات في الربع الأول من عام 2005. ومن أكثر مؤشرات الأسواق ارتفاعاً أيضاً كان مؤشر سوق دبي المالي الذي ارتفع بنسبة 136.9%، تلاها مؤشر سوق المال في مصر بنسبة 119.5%، ومؤشر سوق الأسهم السعودية بنسبة 113.9%.

2.2.5.2.3.3. بالنسبة القيمة السوقية

لقد ارتفعت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية في نهاية عام 2005 بنسبة 107.2% لتصل إلى حوالي 1290 مليار دولار، مقارنة مع نحو 622.4 مليار دولار في نهاية عام 2004. وسجلت القيمة السوقية لسوق دبي المالي أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية، فقد ارتفعت القيمة السوقية للسوق بنسبة 219.2%، تلاها سوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 138.6%، ثم سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 115.5%، وارتفعت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية بنسبة 110.9% عام 2005، علماً بأن القيم السوقية لسوق الأسهم السعودية تشكل حوالي 50% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات.

أما فيما يتعلق بحجم الأسواق المالية في الدول العربية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لكل دولة، فإنه يمكن تقسيم هذه الأسواق إلى مجموعتين. تضم المجموعة الأولى الأسواق التي يتجاوز حجم أسواقها قيمة الناتج المحلي الإجمالي وهي حسب الترتيب بورصة عمان بنسبة 292%، سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 254%، سوق الأسهم السعودية بنسبة 210%، أسواق الإمارات بنسبة 197%، سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 170%، وسوق البحرين للأوراق المالية بنسبة 126%.

أما المجموعة الثانية وتضم باقي الأسواق المالية العربية، وهي الأسواق التي تقل قيمتها السوقية عن الناتج المحلي الإجمالي، ففي مصر تمثل القيمة السوقية لسوق الأسهم بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ما نسبته حوالي 89%، ثم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة 52%، ثم سوق مسقط للأوراق المالية بنسبة 40%، في حين تتراوح باقي النسب ما بين 9% إلى 22% في باقي الدول، باستثناء بورصة الجزائر التي تبلغ النسبة فيها حوالي 0.09%، وهي تدل على صغر حجم هذه البورصة نسبة إلى اقتصاد الجزائر.

وفيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، فقد ارتفع في نهاية عام 2005 إلى 1665 شركة مقابل 1597 شركة مدرجة كما في نهاية عام 2004. ويشكل عدد الشركات المدرجة في سوق مصر ما يقارب 44% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية.

3.2.5.2.3.3. قيمة وعدد الأسهم المتداولة

ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال عام 2005 ارتفاعاً ملحوظاً بالمقارنة مع العام السابق. فقد ارتفعت هذه القيمة بما نسبته 152.5% لتبلغ حوالي 1434.8 مليار دولار مقابل 568.6 مليار دولار خلال العام الماضي.

وسجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي عام 2005 أعلى ارتفاعاً من بين قيم التداول في الأسواق المالية العربية بنسبة قدرها 703.1%. وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 540.7%، وقيمة الأسهم المتداولة في بورصة بيروت بنسبة 367.2%. وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودية بنسبة 133.3% وتشكل هذه القيمة ما نسبته 76.9% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة البيانات. وفي المقابل، انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر بنسبة 60.4%.

وارتفع عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال عام 2005 بـ 94.4% ليبلغ نحو 111 مليار سهم بالمقارنة مع نحو 57 مليار سهم تم تداولها خلال عام 2004. وتشكل الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية ما نسبة 47% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية، في حين شكل عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي حوالي 23% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة.

4.2.5.2.3.3. معدل دوران الأسهم

وفيما يتعلق بمعدل الدوران، والذي يقاس بنسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية ويمثل مؤشراً لسيولة السوق، فقد ارتفع هذا المعدل للأسواق المالية العربية مجتمعة من 91% خلال عام 2004 إلى 111% خلال 2005، مما يشير إلى ارتفاع نسبة السيولة في هذه الأسواق خلال عام 2005.

وبالنسبة لأداء الأسواق المالية بشكل فردي، فكانت النسبة عالية ومرتفعة عن معدل الدوران في العام الماضي في معظم الأسواق العربية. فقد بلغ معدل الدوران في سوق الأسهم السعودية 170% والذي يشير إلى مستوى النشاط الكبير في السوق، تلاها معدل التداول في سوق دبي المالي بنسبة 98.5%، ثم سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 78.5%، ثم بورصة عمان بنسبة 63%. وفي المقابل، كان معدل الدوران في بورصة الجزائر بنسبة 0.05%، ويعزى ذلك إلى انخفاض أحجام التداول في هذه البورصة واقتصارها على يوم واحد في الأسبوع، هذا بالإضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة فيها والبالغ ثلاث شركات فقط.

والجدول الموالي يوضح أداء الأسواق المالية العربية عام 2005.

الجدول رقم 08: أداء الأسواق المالية العربية (2005). [102]

2005	
1.290.853.30	القيمة السوقية (مليون دولار)
1.435.412.06	قيمة الأسهم المتداولة (مليون سهم)
110.847.31	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
1665	عدد الشركات المدرجة
111.20	معدل دوران الأسهم %
413.31	المؤشر المركب للصندوق

وعليه يمكن القول، أن الأسواق المالية العربية مجتمعة شهدت خلال الفترة الممتدة من 2001-2005 جملة من التطورات الهامة، وعلى وجه الخصوص تلك المتعلقة بتطوير الأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم الأسواق المالية العربية وتعزيز الدور الرقابي لها وذلك في إطار التأكيد على الإفصاح وزيادة الشفافية بهدف تعزيز الثقة في السوق وحماية المستثمرين. بالإضافة إلى تحديث أنظمة التداول والتسوية والحفظ المركزي ودعم أنشطة الوساطة وتحسين نوعية الخدمات المقدمة للمتعاملين.

وقد كان لبرامج الخوصصة دورا بارزا في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية، كما أصبحت هذه الأسواق أكثر انفتاحا على بعضها البعض من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية تهدف في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات، في الوقت الذي استمرت فيه في لعب دورها كأحد الوسائل الهامة لجذب الاستثمارات الخارجية ودعم وتيرة الخوصصة في الدول العربية.

أما من حيث الأداء، فقد تراجع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال عام 2001، وأظهر في نهاية عام 2002 تحسنا في الأداء العام، كما شهد ارتفاعا كبيرا بلغت نسبته 91.6% بنهاية عام 2005، وهو أعلى رقم سجله المؤشر، ويعزى هذا الارتفاع بشكل أساسي إلى زيادة السيولة، بالإضافة إلى النتائج الإيجابية التي حققتها غالبية الشركات المساهمة العامة المدرجة في الأسواق العربية.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية للأسواق المالية العربية ، فقد ارتفعت هذه القيمة بشكل كبير، إذ بلغت في نهاية عام 2005 حوالي 1290 مليار دولار، أي بزيادة نسبتها 107.2% . ويرجع هذا الارتفاع إلى عدة أسباب من أهمها، انضمام أسواق كل من أبو ظبي والدوحة ودبي إلى قاعدة البيانات خلال عام 2002 وارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة بشكل كبير وخاصة في السعودية والكويت وقطر ومصر، نتيجة لزيادة أرباحها، وتوقعات المستثمرين بمواصلة نتائجها الجيدة.

كما يرجع ارتفاع القيمة السوقية إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق المالية العربية وكبر حجم الشركات التي أدرجت في هذه الأسواق. علما بأن القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية تشكل حوالي 50% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات.

وقد أدى ارتفاع القيمة السوقية في العديد من الأسواق المالية العربية إلى ارتفاع حجم هذه الأسواق نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للدول المعنية، حيث يلاحظ زيادة هذه النسبة في معظم الدول العربية، ويمكن تقسيم هذه الأسواق إلى مجموعتين.

تضم المجموعة الأولى الأسواق التي يتجاوز حجم أسواقها قيمة الناتج المحلي الإجمالي وهي الأردن وقطر والبحرين والكويت والإمارات والسعودية. أما المجموعة الثانية وتضم باقي الأسواق المالية العربية، وهي الأسواق التي تقل قيمتها السوقية عن الناتج المحلي الإجمالي وأدنى نسبة مسجلة في هذا الشأن تخص بورصة الجزائر التي تبلغ حوالي 0.09% وهي تدل على صغر حجم هذه البورصة نسبة إلى اقتصاد الجزائر.

ومن العوامل الأخرى التي أدت إلى ارتفاع القيمة السوقية، ارتفاع عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق، إذ ارتفع في نهاية عام 2002 ليصل إلى 1826 شركة وقد انخفض في نهاية عام 2004 إلى 1597 شركة وذلك كنتيجة لشطب عدد من الشركات في هذه الأسواق وبشكل عدد الشركات المدرجة في السوق المالية بمصر ما يقارب 50% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية.

وفيما يتعلق بأحجام التداول، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية، وشهدت خلال عام 2003 ارتفاعا كبيرا بنسبة 252.3% ويرجع هذا إلى الارتفاع في قيمة الأسهم

المتداولة في سوق الأسهم السعودية مقارنة مع الأسواق الأخرى لتبلغ قيمة الأسهم المتداولة في هذه السوق على الأقل ما نسبته 69% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية. وقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي عام 2004 أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية، إذ بلغت نسبته 1238%.

كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة باستثناء عام 2004 فقد انخفض بنسبة 10% ويرجع هذا الانخفاض بشكل أساسي إلى انخفاض عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية وتشكل الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية ما يقارب نسبة 50% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية. وفي المقابل يلاحظ ارتفاع عدد الأسهم المتداولة بنسب كبيرة، خاصة في سوق دبي المالي بنسبة وصلت عام 2004 إلى 1470%.

وبالنسبة لمعدل الدوران، فقد ارتفع هذا المعدل من سنة إلى أخرى لاسيما سنة 2003، مما يشير إلى ارتفاع نسبة السيولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة، وفيما يتعلق بأداء الأسواق فرادى، فكانت النسبة عالية ومرتفعة في سوق الأسهم السعودية وسوق الكويت للأوراق المالية والذي يشير إلى مستوى النشاط الكبير في السوق. وفي المقابل انخفض معدل الدوران في بعض الأسواق الأخرى، حيث بلغ أدناه في بورصة الجزائر 0.05% ويرجع ذلك إلى انخفاض أحجام التداول في هذه البورصة واقتصارها على يوم واحد في الأسبوع، هذا بالإضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة فيها.

3.3.3. معوقات الأسواق المالية العربية

كما رأينا، فقد شهدت الأسواق المالية العربية إصلاحات هدفت في مجملها إلى تطوير أداء هذه الأسواق من النواحي التشريعية والمؤسسية، وتدعيم قواعد ونظم العمل بها، وعلى الرغم من الجهود المضنية التي بذلت بهذا الخصوص فإن تلك الأسواق تعاني من أوجه قصور عديدة تحد من قدرتها على القيام بالدور التمويلي والتنموي المنوط بها. وهو ما سيتم توضيحه من خلال العناصر الآتية:

- ضيق نطاق السوق؛
- قصور وضعف الأطر التشريعية والمؤسسية؛
- ضعف آليات عمل الأسواق المالية؛
- عدم ملائمة المناخ الاستثماري؛
- منافسة الوسائل البديلة.

1.3.3.3. ضيق نطاق السوق

ويرجع سبب ضيق الأسواق المالية العربية إلى مجموعتين من الأسباب تتعلق الأولى بمحدودية العرض على الأدوات المالية، أما الثاني بضآلة الطلب على هذه الأدوات. وسنتطرق بالتفصيل إلى المجموعتين:

1.1.3.3.3. محدودية عرض الأدوات المالية

لا تتوفر بعض الأسواق العربية على عرض كاف من الأوراق المالية بما يكفي لمقابلة الطلب عليها، أي أنها تتسم بضآلة حجم المعاملات وقلة الإصدارات العامة الجديدة، وترجع أسباب ذلك إلى عدد من العوامل أهمها: [57] ص 68-69

- محدودية فرص الاستثمار المحلية في الدول العربية المصدرة لرأس المال بشكل عام بسبب ضيق وعدم استيعاب السوق المحلية أو ضيق منافذ الاستثمار المحلي بالمقارنة بالأموال المحلية المتوافرة.
- سيطرة الحكومات على نسبة عالية من أسهم الشركات وعدم طرحها للاكتتاب العام للجمهور وخاصة في بعض الدول المستوردة لرأس المال، بالإضافة إلى أن هناك قدرا كبيرا من الإصدارات الحكومية لتمويل التنمية أو لمواجهة العجز الدائم في الموازنة العامة.
- سيادة النمط العائلي لشركات المساهمة في عدد من الأسواق العربية وسيطرة عدد محدود من كبار المستثمرين على نسبة عالية من أسهم الشركات وتفضيلهم الاحتفاظ بالأسهم وعدم تحريكها لفترات طويلة مما يتسبب في انغلاق هذه الشركات وحرمان السوق من تداول هذه الأسهم.
- محدودية وعدم تنوع الأوراق المالية المعروضة للاستثمار في معظم الأسواق العربية وقد ساهمت كل تلك العوامل في عدم إتاحة الفرص أمام المستثمرين لاختيار ما يناسبهم من الأوراق المالية المعروضة.

هذا بالإضافة عوامل أخرى هي: [107] ص 140

- طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي للإصدار من قبل الدولة ومؤسساتها العامة، وحيازتها التقليدية من قبل البنوك وشركات التأمين والضمان وضآلة المعروض منها في السوق الثانوية.
- بدائية توزيع الاكتتاب فما زال أسلوب التوزيع قائما أساسا على الاتصال الشخصي المباشر بسبب الافتقاد إلى وجود المؤسسات التي تقوم بضمان التغطية والمعاونة في توزيع الاكتتاب.

2.1.3.3.3. ضالة الطلب على الأدوات المالية

ترجع أسباب ضالة الطلب على الأوراق المالية في الأسواق العربية إلى عدة عوامل من أهمها:

[57]ص69-70

- انخفاض معدلات الادخار في بعض الدول العربية مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار فضلا عن عامل تفضيل السيولة لدى كثير من الأفراد لمواجهة الاحتياجات الاستهلاكية.
- انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية بمقارنته بأشكال الاستثمار الأخرى مما لا يوفر الحافز لكثير من المستثمرين على الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية، فعلى سبيل مثال فإن معدلات الفائدة التي يمنحها الجهاز المصرفي على الودائع في بعض الدول قد تفوق الأرباح التي توزعها معظم شركات المساهمة مما يؤدي إلى العزوف عن الاستثمار في أسهم هذه الشركات خاصة في بعض الأسواق التي ترتفع فيها الأعباء الضريبية على عوائد الأسهم مقارنة بالأعباء الضريبية على الودائع المصرفية التي عادة ما تتمتع إما بإعفاء ضريبي كامل أو تفرض عليها أعباء ضريبية أقل.
- التجارب السلبية للاستثمار في الأوراق المالية في عدد من الأسواق العربية كأزمة سوق المناخ وما صاحبها من خسائر كبيرة أدت إلى ضعف ثقة كثير من المستثمرين في الأوراق المالية.
- قصور الوعي لدى جمهور المدخرين تجاه الاستثمار في الأوراق المالية في معظم الأسواق العربية، فضلا عن ضعف وصور الإعلام الاستثماري العربي للتعريف بما هو متاح من فرص جيدة للاستثمار.
- انغلاق الأسواق المالية العربية أو تشددها في إمكانية السماح بطرح إصدارات الأوراق المالية العربية الأخرى في تلك الأسواق الأمر الذي يترتب عليه تخفيض الطلب على هذه الإصدارات خاصة في الأسواق التي تتوفر فيها إمكانيات مالية كان من شأنها زيادة الطلب على هذه الإصدارات.

هذا بالإضافة إلى ذلك توجد أسباب أخرى هي: [107] ص141

- منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها، وكذلك منافسة الأوراق المالية الحكومية والأوعية الادخارية للبنوك في تحجيم الطلب على الأوراق المالية للشركات.
- المنافسة الجديدة لمؤسسات التمويل المشتركة في الحد من اللجوء إلى السوق المالية، و بروز البنوك الإسلامية التي لا تتعامل بسعر الفائدة في عدد من الدول العربية.

2.3.3.3. قصور وضعف الأطر التشريعية والمؤسسية

قبل تبين ضعف وتخلف الهياكل المؤسسية للأسواق المالية العربية، سيتم توضيح قصور الأطر التشريعية والتنظيمية.

1.2.3.3.3. قصور الأطر التشريعية والتنظيمية

هناك من التشريعات والنظم واللوائح التي تحكم السوق الواحدة ما يترتب عليها تضارب في الأهداف بين واضعي السياسات المالية من توفير الحوافز بحيازة وتداول الأوراق المالية فإن السياسات النقدية تعمل من خلال أدواتها (سعر فائدة) على تشجيع الإيداع بالبنوك.

كما هناك عدة قوانين منظمة للأسواق الأولية في عدد من الدول لم تعد تتناسب مع النشاط الاقتصادي في هذه الدول الأمر الذي دعا السلطات المختصة إلى إعادة النظر في هذه القوانين من أجل تعديلها أو استحداث تشريعات جديدة بديلة عنها وبالنسبة للأسواق الثانوية لوحظ أن بعضها غير منظم والبعض الآخر منظم تنظيمًا جزئيًا غير متكامل، وبالتالي لا تتوافر بهذه الأسواق القواعد والضوابط التشريعية لكافة جوانب العمل والتي تكفل تسهيل المعاملات وتوفر الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.

[57]ص70

لذلك كانت معظم الأسواق العربية تفتقر إلى النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على غياب هذه النصوص التشريعية المتطورة ضعف للرقابة على الشركات المساهمة، وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، وهذا من شأنه زيادة احتمالات تعريض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم، فضلا عن فقدان الثقة بالسوق وإحجام المدخرين عن دخوله.

[107]ص142

2.2.3.3.3. ضعف وتخلف الهياكل المؤسسية

يعد غياب المؤسسات العاملة في مجال خدمة الأوراق المالية هو السمة الغالبة للأسواق المالية العربية، في حين أن وجود مثل هذه المؤسسات هو أمر جوهري لقيام سوق مالية فعالة ونشطة، نظرا لأهمية الدور الذي تؤديه في الوساطة الناجحة بين عرض السيولة والطلب عليها. [57]ص71 وتتمثل

أهمية هذه المؤسسات في تشجيعها تداول الأوراق المالية وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين وغالبا ما يكون صانعو الأسواق على دراية واسعة بالسوق وبرغبات المستثمرين.

لذلك تفتقر الأسواق المالية العربية وخاصة السوق الأولية إلى وجود شركات استثمارية متخصصة يقع على عاتقها توزيع مخاطر الاكتتاب إذ يقع على البنوك التجارية في هذه الدول أساسا هذا العبء. [78] ص 255

أما السوق الثانوية، فإن المؤسسات الصانعة لهذه السوق، كالشركات المالية التي تقوم بدور الترويج وتغطية ما يصدر من أوراق مالية وكذلك إعطاء النصح والمشورة في ما يمكن إصداره في السوق، وشركات المقاصة التي في مجال نقل ملكية الأوراق المالية وشركات رأس المال المخاطرة التي تعمل في مجال تعويم وإدارة الشركات المتعثرة، يكاد يندم فيها توافر مثل هذه المؤسسات بالرغم من أنها تلعب الدور الهام في تنشيط السوق الثانوية وذلك بتوفير السيولة للسوق نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الاستثمار من أسهم وسندات لحسابها الخاص. [78] ص 255-256

3.3.3.3. ضعف آليات عمل الأسواق المالية

يرجع ضعف آليات عمل الأسواق المالية للأسباب الآتية:

- ضعف نظام الاتصالات وتبادل المعلومات.
- ضعف التدقيق والرقابة على الشركات في بعض الأسواق المالية.
- يقتصر الدور الرقابي الحكومي في بعض الأسواق على شكليات إعداد الميزانية، وحسابات النتائج، والاجتماعات الدورية.
- ضعف نظام الإفصاح من خلال حصول البعض دون الآخر على معلومات، مما يؤثر سلبا في عدالة وشفافية السوق.

4.3.3.3. عدم ملائمة المناخ الاستثماري

يواجه الاستثمار في الدول العربية العديد من المعوقات منها ما يتعلق بنواحي اقتصادية، مالية أو تشريعية بالإضافة إلى المعوقات الإدارية والتنظيمية وتلك التي تتعلق بالبيئة الأساسية الأمر الذي ينعكس على الاستثمار في الأوراق المالية إذ تؤثر هذه المعوقات على الاكتتاب فيما تطرحه كل من السوقين الأولية والثانوية ويأتي تأثيرها على السوق الأولية من حيث إنها تحد من مدى إقبال المستثمرين على الاكتتاب فيما تطرحه شركات المساهمة من أوراق مالية لجمهور المكتتبين. [57] ص 73

أما تأثيرها على السوق الثانوي فيأتي نتيجة محدودة إمكانية تسهيل هذه الأوراق بسبب تأثير المعوقات على أداء هذه الشركات، ومن ثم على أوضاعها المالية مما يحد من الإقبال على تداول أسهم الشركات. [57]ص73

5.3.3.3. منافسة الوسائل البديلة

فقد كان من المعوقات منافسة الوسائل البديلة لتمويل الاستثمار في الموجودات المادية، وذلك أن تقام المشكلة الإسكانية في الدول العربية كان من شأنها قيام بنوك الإسكان والصناديق العقارية باستقطاب مدخرات شرائح كبيرة من المواطنين للمشاركة في الحصول على السكن. [107] ص142

إن هذه البنوك والصناديق تختلف عن صناديق الاستثمار في كونها مؤسسات ادخارية وتمويلية لنشاط معين أو استثمار مادي في قطاع التشييد والإسكان، وهي بالتالي تنافس سوق الأوراق المالية في وظيفتها التمويلية وتحرمها من نسبة كبيرة من المدخرات، وإن توسع هذه الصناديق في أنشطتها لا يعكس حجم المشكلة الإسكانية وحسب بل وتفضيل المواطنين لحيازة الموجودات المالية عن سواها، ناهيك عن الاكتناز وحيازة المصوغات الذهبية، وبالتالي تراجع الاستثمار في الأوراق المالية. [107]ص142-143

بالإضافة إلى هذا توجد أيضا عوائق أخرى هي:

- ارتباط الأسواق المالية العربية بالتعاملات التي تتم في الأسواق المالية الدولية وبالذات المتطورة منها وبالتالي تبعية الأسواق المالية العربية للأسواق المالية في الدول المتقدمة، وهو ما يعيق عمل وتطور الأسواق المالية العربية.
- عدم التيقن من الظروف المستقبلية العامة، لأن أسعار أدوات السوق تمثل تقييما حاليا لآفاقها المستقبلية، وهي لذلك لا تتحدد بسلوك المصدر وحسب، وإنما بالبيئة التي تعمل خلالها الأسواق، بما في ذلك الاستقرار السياسي وآفاق النمو الاقتصادي والاجتماعي، والسياسة الاقتصادية عموما، والنقدية والمالية على وجه الخصوص لا سيما معالجة التضخم وأسعار الفائدة والمعاملة الضريبية.

وفي هذا الإطار وزيادة على ذلك، يمكن الإشارة إلى أهم معوقات بورصة الجزائر حسب

طابعها كما يلي: [95]ص22-23

- معوقات سياسية، فان الوضع السياسي يمنع جذب الاستثمارات الأجنبية ولم يتمكن من أن يكون قطب جذب لها بعد.
- معوقات متعلقة بالجباية، حيث رغم المشرع قد أعطى إعفاءات على الإيرادات الجارية للأوراق المالية، وكذا الأرباح الرأسمالية إلا أن كثرة الضرائب على المؤسسات المقيد في البورصة يؤدي إلى عدم تشجيع المؤسسات للانضمام للبورصة.
- السوق الموازية، إذ توفر عوائد استثنائية وأرباح سهلة، الأمر الذي يدفع المستثمرين إلى الاتجاه إلى السوق الموازية.
- ضعف القدرة الشرائية للمجتمع، مما يدفع الأفراد إلى تفضيل الادخار في الأصول الحقيقية وإحجامهم عن توجيه مدخراتهم نحو الأوراق المالية.
- عدم وجود سوق كفاءة، إذ أنها لا تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية، كما أن الجزائر لا تتوفر على نظام معلومات يمتاز بالشفافية.
- معوقات اجتماعية وثقافية تتمثل في غياب الثقافة البورصية وعدم الثقة في مصداقية بورصة القيم. كما أن للعامل الديني كبير الأثر في توجيه عملية الاستثمار في القيم المنقولة.

خلاصة الفصل الثالث

حتى عام 1989 لم يكن في العالم العربي سوى ست بورصات فقط، هي مصر وتونس والمغرب والكويت ولبنان والأردن، وتعتبر السوق المالية في مصر من أقدم الأسواق المالية والسوق السعودية الأكبر والأكثر نموا بين الأسواق العربية، أما عن بورصة الجزائر فإنها تراوح مكانها وتتسم بالهشاشة وأن دورها في التمويل يتصف بالهامشية.

وتتسم الأسواق المالية بالدول العربية بعدد من الخصائص الأساسية والسمات العامة أهمها المحدودية الشديدة وعدم العمق وضعف الاستجابة... الخ مما يجعلها تبتعد عن الكفاءة بمفاهيمها المختلفة كونها أسواقا نامية تفتقر إلى عراقة التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وصغر حجم السوق وضيق نطاقها، واستحواذ المؤسسات المالية والبنوك على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية. وفي ضوء ما تقدم، فقد شهد عدد كبير من الأسواق المالية العربية تطورات إيجابية على المستوي التشريعي والتنظيمي وذلك بهدف تحسين الكفاءة وزيادة الشفافية وتعزيز أجهزة الرقابة عليها وتأكيد استقلاليتها.

فقد خضعت قوانين الأسواق المالية والشركات في أغلب الدول العربية إلى تعديلات شاملة شملت تطوير عملية انتقال ملكية الأوراق المالية وتحسين قواعد الإفصاح بما يتفق مع المعايير الدولية. كما شملت تعديلات في قوانين الاستثمار تشجيعا للاستثمار الأجنبي، وأصبحت القوانين في بعض الدول العربية تجيز للأجانب تملك رأس مال الشركات المرخص لها. كما تطرقت التعديلات أيضا إلى الأحكام السائدة في الأسواق المالية حول إجراءات التداول والتسوية، حيث قامت بعض الدول العربية بإنشاء مراكز إيداع وحفظ مركزية تعمل في البعض منها بصورة مستقلة.

وعلى الرغم من الجهود المضنية التي بذلت بهذا الخصوص، فإن تلك الأسواق بقيت تعاني من أوجه قصور عديدة تحد من قدرتها على القيام بالدور التمويلي والتنموي المنوط بها، حيث واجهت مجموعة من العقبات والمشكلات قلصت من نموها ونالت من كفاءة أدائها، تتمثل تلك المشكلات في محاور أساسية تتعلق بعرض الأدوات الاستثمارية في السوق من ناحية والطلب عليها من ناحية أخرى، وكذلك بالأطر التنظيمية والمؤسسية لعمل السوق.

وعليه، فإن الأسواق المالية العربية تتميز بخصائص أساسية و العوائق تواجهها.

الفصل 4

سبل تطوير الأسواق المالية العربية والربط بينها

تكتسب حركة تطوير وربط الأسواق المالية العربية أهمية خاصة في ظل تزايد الطلب على رؤوس الأموال المحلية كتأمين المبالغ اللازمة للتنمية وتوفير احتياجات القطاع الخاص لممارسة دوره في هذا المجال في ظل تسارع وتيرة الخصخصة في معظم الدول العربية خصوصا وأن تطور مستوى أداء هذه الأسواق هو أحد متطلبات تنفيذ عمليات الخصخصة بكفاءة مما سيضيف الكثير إلى حجم هذه الأسواق وتزيد معه سيولتها. يضاف إلى ذلك تعاظم الحاجة إلى تيسير حركة انتقال رؤوس الأموال العربية واستثمارها داخل حدود الوطن العربي مع تشجيع عودة وتوطين الأموال العربية المستثمرة خارج حدود الدول العربية.

وجدير بالإشارة إلى أن تحقيق الأهداف المرجوة بنجاح، يظل مرهونا باكتمال مجموعة من المتطلبات الأساسية لإنشاء الأسواق المالية ذات طبيعة عامة، ويمكن القول أنها تنطبق إلى حد كبير على كثير من الحالات، وبالتالي توافر حد أدنى بالنسبة لكل من الشروط والمتطلبات، مع قيام تنسيق وتفاعل فيما بينها حتى تدعم بعضها البعض وتساعد على ضمان تجاوب السوق مع الحاجيات الفعلية للمستثمرين وفق اختياراتهم.

ونوضح أنه لا خيار أمام الأسواق المالية العربية، مع توسيع ظاهرة العولمة، بانفتاحها على بعضها باتجاه إقامة السوق المالية العربية المشتركة جاذبة للاستثمار في الأوراق المالية وليست طاردة وتعميق التشابك الاقتصادي العربي عموما، لتكون إقامة سوق مالية عربية مشتركة هي المكمل للسوق العربية بمفهومها الشامل.

وعلى هذا الأساس، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- سبل تطوير الأسواق المالية العربية؛
- الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها؛
- تجربة الربط بين الأسواق المالية العربية.

1.4. سبل تطوير الأسواق المالية العربية

بالرغم من أن الأسواق المالية العربية قد حققت نتائج مشجعة، إلا أنها في مراحل نموها الأولية. وفي ضوء متطلبات المرحلة القادمة والتحديات التي تواجهها في إطار عالمية الأسواق فإن إجراءات تشجيع وتطوير الأسواق العربية لا بد أن تطول عدة نواحي .

وعلى هذا الأساس، تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب الآتية:

- جانب عرض أدوات السوق؛
- جانب الطلب على أدوات السوق؛
- جانب البنية المؤسسية والتنظيمية الأساسية.

1.1.4. جانب عرض أدوات السوق

يتمثل الهدف الرئيسي للسياسات المتعلقة بالتأثير على عرض الأوراق المالية والعمل على تنشيط إصدار حجم واسع ومتنوع من هذه الأدوات والسعي للحفاظ على قدرة السوق على امتصاصها ويمكن ذلك عن طريق أسلوبين اثنين هما: [57] ص74

- الأسلوب الإلزامي وهو من خلال الأحكام التشريعية المتمثلة في مطالبة بعض المشروعات بإصدار أو طرح أسهمها للاكتتاب العامة أو الإدراج في السوق المالية عندما يصل رأسمال هذه الشركات إلى حد معين.

- الأسلوب التشجيعي والمتمثل في السياسات الضريبية التي تحفز على التوسع في الإصدارات الجديدة لتخفيف اتجاه الأفراد إلى الاستهلاك، كما تلجأ بعض الشركات إلى إعادة استثمار بعض أرباحها ليس بتحويلها إلى احتياطات إنما بتوزيع جزء من الأرباح في شكل أسهم إضافية هذا وبهدف تعزيز عرض الأوراق المالية يمكن أيضا أن تطرح الحكومات أسهم بعض الشركات المملوكة لها للاكتتاب العام وخاصة في الدول التي تفتقر لرأس المال.

فمن حيث عرض الأدوات المالية، تعاني الأسواق المالية العربية من قلة المعروض منها، ولذلك هناك العديد من الإجراءات والتي يمكن أن تضمن وتوفر العرض المطلوب لعمل الأسواق المالية العربية، ومنها ما يلي:

1.1.1.4. تشجيع الطرح العام للأسهم

يستلزم تنشيط سوق الأسهم اتخاذ مجموعة من الإجراءات تؤدي إلى مزيد من الإصدارات التي يراعي فيها أوجه القصور الموجودة في الإصدارات مثل التركيز القطاعي للشركات المطروحة، وعدم كفاءة التسعير ومن ضمن هذه الإجراءات: [99] ص 148-149

- تشجيع تنفيذ برامج الخصخصة أو استكمال ما بدء منها، لما لها من دور فاعل في طرح المزيد من الأدوات وتنشيط السوق، حيث تسهم برامج الخصخصة في توسيع قاعدة الملكية وفي خفض درجة التركيز القطاعي للسوق المالية وفي هذا السياق ضرورة أن تتم عمليات تقييم الشركات التي ستطرح أسهمها للاكتتاب العام وفقا لقدرات النمو المتوقعة للشركات من خلال التقدير الجيد وبالتالي عدم استقرار الأسعار في السوق.

- تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر، لما لها من دور في تأهيل المزيد من الشركات للطرح العام من خلال المرحلة الثالثة لعمل الصندوق والمتمثلة بمرحلة الخروج.

- قصر الحوافز الضريبية وتخفيض رسوم القيد لشركات الطرح العام فقط، بما يدفع الشركات المغلقة للتحويل إلى الطرح العام.

- تشجيع الشركات على طرح أسهم ممتازة، والعمل على نشر الوعي بالنسبة لخصائصها الاستثمارية لدى الجمهور، وكذلك توفير أنواع مختلفة من تلك الأسهم لتلائم مختلف تفضيلات الأفراد.

2.1.1.4. تنمية وتنشيط سوق السندات المحلية

يمكن أن تتم عملية تنمية هذه السوق من خلال: [108] ص 109

- تقسيم الإصدار الواحد إلى إصدارات متعددة بأحجام صغيرة ذات آجال استحقاق متنوعة وبصفة مستمرة.

- إيجاد إستراتيجية متكاملة للترويج تعتمد على مروجين ومتخصصين، بالإضافة إلى إعداد حملات للإعلان والتوعية بما يؤدي إلى خلق طلب على هذه الإصدارات.

3.1.1.4. تنمية الأدوات والآليات المستحدثة

يعد ابتكار الأدوات المالية الجديدة لتلبية حاجيات المستثمرين أساسية لتنمية الطلب عليها وتوسيع نشاط التداول والمساعدة على تطوير الأسواق المالية، والأسواق العربية تحتاج إلى الانتقال من الوضع

الذي يحصر التداول على الأسهم والسندات العاديين، والقيام بإصدار وتشجيع نوعيات مختلفة من الأدوات الجديدة تمزح بين الأدوات المذكورتين. فذلك لن يقتصر أثره الإيجابي على مستوى الطلب فحسب، بل سينعكس أيضا على مستوى العرض للأوراق المالية في الأسواق. [109] ص 121

ويستدعي تنشيط جانب العرض المالية استحداث مجموعة الأدوات تفي بالمتطلبات المختلفة لحاجة المصدر والمستثمر، وتلك الأدوات التي يمكن استخدامها هي:

1.3.1.1.4. المشتقات

نمت المشتقات المالية بصورة كبيرة في الأسواق المالية المتقدمة نظرا للتطورات الواسعة التي حدثت في الأسواق المالية، ولما توفره تلك الأدوات من تغطية ضد مخاطر تقلبات العائد وأسعار الصرف في عالم يسوده عدم اليقين. لكن دخول هذه المشتقات إلى الأسواق المالية العربية يتطلب توافر ثلاثة أمور أساسية: [99] ص 152

- الاستعانة بخبراء ممارسين لهذا العمل في الأسواق الخارجية وذلك لنقل تلك الخبرة للأسواق المحلية.
- وضع معايير وقواعد قانونية منظمة، وطرحها للمناقشة مع خبراء لتلافي أو تقليل المخاطر التي قد تنجم عن استخدام هذا النوع من الأدوات المالية.
- نشر وزيادة الوعي لدى المستثمرين بماهية المشتقات، ونوعياتها، وأسباب وأساليب استخدامها، وكذلك درجة مخاطرها والقواعد المنظمة لها ليتم تفادي حدوث مشاكل أثناء التطبيق.

2.3.1.1.4. التوريق

بنمو الأسواق المالية والتطورات التي شهدتها تم التوصل إلى فكرة قيام بإصدار أوراق مالية بقيمة القرض وبيعها في السوق المالية عن طريق شركات متخصصة مثل شركات الرهن العقاري ومنه تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين وبذلك إلى أصول سائلة.

ويمكن تعريف التوريق بأنه تحويل حقوق مالية مستحقة متدفقة من مجموعة من الأصول مثل القروض العقارية، قروض السيارات ومستحقات بطاقات الائتمان.. الخ، إلى أوراق مالية، من خلال إصدار أوراق مالية (معظمها سندات) تضمها هذه الأصول. [12] ص 96

فالتوريق إذن هو تجميع للأصول المالية المولدة لتدفقات نقدية والمتجانسة في طبيعتها ولكنها تفتقر للسيولة حيث أن الجهة مانحة القرض ستدفع مالا بالجملة وتتقاضاه على أقساط ليتم تسويقها في السوق المالية وتكون هذه الأصول ضامنة لها. [12] ص 96

3.3.1.1.4. إدراج الأوراق المالية الإسلامية

تساهم عملية إدراج الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية العربية نظرا لكبر حجم الأموال المستثمرة فيها، والتي من شأنها إدخال نوعية جديدة من المتعاملين ظلوا لأسباب دينية مبتعدين عنها ومتشككين فيها، إذا ما توفرت لها الوسائل الفنية والأطر القانونية والنظامية لإدراجها.

ولكي يصح إصدار الأوراق المالية وتداولها من منظور المعاملات الإسلامية، فلا بد أن تتوفر فيها الشروط التالية: [110] ص 125-128

- أن تمثل الورقة حصة شائعة من موجودات المؤسسة، أو المشروع، أو الصندوق، بعبارة أخرى ألا تمثل الورقة ديناً على الجهة المصدرة.
- أن يكون عائد الورقة المالية نسبة متفق عليها من الربح الذي سوف يتحقق فعلاً، دون تحديد مسبق للعائد أو نسبة من القيمة للورقة المالية.
- أن يكون نشاط الجهة المصدرة مشروعاً من منظور فقه المعاملات، إذا لا يصح أن يتم إصدار أو تداول أسهم المشروعات التي تدير أنشطة محرمة.

4.1.1.4. عوامل أخرى

سيتم توضيح هذه العوامل في العناصر الآتية: [109] ص 116-119

1.4.1.1.4. شروط الإدراج

قد تتضمن هذه الشروط الحدود الدنيا لحجم رأس المال وعدد المساهمين، وحجم الإصدار، وعدد أعوام مزاولة النشاط مع تحقيق أرباح، وحرية انتقال الأسهم، لضمان سلامة الشركة قبل إدراج أسهمها للتداول.

ويمتاز عدد من الأسواق المالية العربية بكونها وضعت شروطاً إلى حد ما شديدة للإدراج، وهذا أمر مرغوب، إلا أنه لتيسير زيادة عرض الأوراق المالية في السوق، تعد الأسواق الموازية مفيدة للغاية،

بحيث تخصص الأسواق الرسمية لشركات الكبيرة القادرة على استيفاء الشروط المشددة، بينما يفتح المجال للشركات ذات القاعدة المالية الصغيرة للالتحاق بالأسواق الموازية ذات الشروط المبسطة وقد يشكل الإدراج في السوق الموازية خطوة مرحلية بالنسبة للشركة المعنية، ينبغي تشجيعها على أن تستهدف لاحقاً بعد ذلك الانتقال إلى السوق الرسمي.

ويلاحظ من تجربة الدول التي أنشأت أسواقاً موازية حسنة التنظيم (الأردن مثلاً) أن هذه الخطوة كانت ناجحة وساعدت على تطوير عرض الأوراق المالية في السوق.

2.4.1.1.4. تكاليف الإصدار

تعد التكاليف التي تواجهها الشركات أثناء التحول من مقفلة إلى مساهمة أو القيام بعملية الإصدار للأوراق المالية، أساسية ومؤثرة على رغبتها في اللجوء إلى السوق المالية فكلما كانت التكاليف مرتفعة نسبة لما هو عليه الحال في السوق النقدية كلما ثبطت همتها لإصدار أسهم أو سندات، مما ينعكس سلباً على عرض الأوراق المالية في السوق لهذا ينبغي للسلطات المعنية في الأسواق المالية العربية الحفاظ على هيكل مخفض للتكاليف ومنافس لتكاليف التمويل في السوق النقدية أو المصادر الأخرى الخارجية للتمويل.

وجدير بالتنويه هنا بما أنجزته الأسواق المالية في كل من البحرين وعمان والكويت والأردن ومصر والمغرب من تخفيضات لتكاليف التمويل.

3.4.1.1.4. السياسات الائتمانية

إن إتاحة القروض الرخيصة لبعض القطاعات الإنتاجية المدعومة، كما هو عليه الحال عادة في بعض الدول العربية ذات العجز المالي (تونس والمغرب) يؤثر سلباً على نمو الأسواق المالية، لأنها تحفز الشركات في القطاعات المعنية إلى تفضيل الائتمان المصرفي بدل استخدام وساطة السوق لتجميع رؤوس الأموال، في ضوء ذلك ينبغي للدول العربية التقليل من هذه السياسات التي تخل بالتوزيع الكفؤ للموارد، أو على الأقل تصحيح أثارها حتى لا تؤثر سلباً على نمو السوق.

2.1.4. جانب الطلب على أدوات السوق

لتحقيق النمو بالسوق المالية لن تكفي سياسات العرض لوحدها إلا إذا صاحبته سياسات أخرى مناسبة لجذب اهتمام المستثمرين، فلا يتوقع أن يستمر مستوى العرض بالسوق في الزيادة إذا ما ظل حجم الطلب ثابتاً أو ينمو ببطء شديد، لأن ضعف الطلب ينعكس في السوق بانخفاض مستوى تغطية الإصدارات الجديدة، وبالتالي يضعف اهتمام الشركات بطرح أوراق مالية جديدة في السوق. [109] ص 119

إن تنمية الأسواق المالية وتطويرها يتطلب تكثيف الجهود لزيادة الطلب باتخاذ عدد من الإجراءات لتنشيطه وتوجيه المدخرات لحيازة الأوراق المالية من الأسهم والسندات وذلك عن طريق:

1.2.1.4. تعميق الوعي الادخاري والاستثماري

يأتي ذلك بتعميق الوعي الاستثماري خاصة لدى صغار المدخرين وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار في الأوراق المالية وتشجيعهم على تكوين شركات كبدل عن التوجه نحو المشروعات الفردية الصغيرة وما يستلزمه ذلك من ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي من خلال خطط وبرامج إعلانية مدروسة بعناية كبيرة وتشجيع البنوك على بيع الأوراق المالية للأفراد. [57] ص 75

وفي كثير من الدول العربية خاصة الدول ذات العجز المالي، يعد مستوى المعرفة بالأسواق المالية منخفضاً للغاية، فعلى الأسواق المالية العربية وهيئات الوساطة المعنية تكثيف الجهود الرامية إلى تطوير التوعية الاستثمارية للتعريف بنشاط الأسواق وفرص الاستثمار التي توفرها، كما هناك حاجة إلى توسيع قاعدة التوزيع للنشرات الدورية ذات المعلومات الحديثة عن نشاط الأسواق، وتطوير الصحافة المالية المتخصصة. يجدر التنويه هنا أيضاً بالنتائج القيمة التي حققتها كل من بورصتي الكويت والأردن في هذا المجال، بالإضافة إلى ثلاثة دول أخرى وهي البحرين والسعودية وعمان شهدت أنظمة توزيع المعلومات لديها تطوراً سريعاً. [109] ص 120-121

2.2.1.4. توفير الثقة في السوق

يعتبر توفير عامل الثقة من العوامل الهامة في أي سوق مالية ويأتي ذلك من خلال الإعلان الكامل والتام عن أنشطة الشركات المساهمة المتداول أسهمها في السوق بما يوفر للمستثمرين المعرفة

الكاملة لاتجاه استثماراتهم وتقييم قراراتهم على أسس سليمة كما يتمثل إعلان المراكز المالية الحقيقية للشركات عنصرا آخر في توفير الثقة في الشركات ذات التداول النشط هذا فضلا عن أهمية وضع المعايير المحاسبية التي يمكن بها الحكم على مدى سلامة المراكز المالية للشركات مع ضرورة تطوير البنية الأساسية للأسواق وتجهيزها بالمعدات الحديثة والاهتمام بالإعلان عن الأسعار لحماية حقوق المستثمرين. [57] ص75

3.2.1.4. تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين

ويمكن أن تتم عملية تدعيم نشاط المستثمرين المؤسسين من خلال ما يلي: [99] ص142-145

- إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة، سواء كانت مغلقة، ذات رأس مال ثابت، أو مفتوحة ذات رأس مال متغير.
- تفعيل الدور الذي يمكن أن تلعبه صناديق المعاشات في تطوير الأسواق المالية حيث تحتفظ هذه الصناديق بنسبة أكبر من رأس المال في أصول متغيرة طويلة الأجل، مقارنة بالقطاع العائلي.
- إنشاء هياكل جديدة مثل صناديق التأمين والمعاشات الخاصة، وزيادة النسبة المستثمرة من قبلها في الأوراق المالية. وكذلك تشجيع شركات التأمين على استثمار جزء من محافظها المالية في الأوراق المالية.

ويقوم نشاط صناديق الاستثمار عادة على أساس حشد مدخرات المستثمرين الصغار وتوجيهها للاستثمار في أوراق مالية مختارة، فبإمكان الأسواق المالية العربية أن تشجع إنشاء الصناديق ذات التخصص والاهتمام بالأوراق المالية واستخدامها كوسيلة إضافية لجذب المستثمرين الصغار للإقبال على السوق بشكل غير مباشر، ويتماشي هذا الأسلوب لتطوير السوق المالية مع سياسات التوعية الاستثمارية فالمصارف السعودية على سبيل المثال قامت بتطوير نوعيات من صناديق الاستثمار، لعلها تساعد على تشجيع التداول عبر دول المجلس، وتشكل وسيلة لتجنب العقوبات القانونية التي تضع حدودا لتملك غير المواطنين لأسهم الشركات المحلية. [109] ص122

4.2.1.4. عوامل أخرى

سيتم توضيح مختلف العوامل الأخرى والمتعلقة بسياسة الطلب على النحو الموالي: [109]

ص121-122

1.4.2.1.4 تكاليف التداول

كما أن لتكاليف الوساطة أثر مباشر على مدى رغبة الشركات المساهمة في الانفتاح على السوق، فإن لتكاليف التداول (رسوم الوساطة ورسوم السوق والطوابع) أثر مماثل على مدى إقبال المستثمرين على التعامل فيه، فمن صالح الأسواق المالية العربية أن تسعى لتخفيض التكاليف قدر الإمكان.

2.4.2.1.4 خطوط الائتمان

يمكن لسياسة الائتمان كذلك أن تساعد على حفز الطلب على الأوراق المالية وتطوير التداول في السوق، لكن هذا الجانب يحتاج إلى تنظيم يضع حدودا واضحة للائتمان وشروط التغطية، كما يقنن أساليب التعاقد بين الوسطاء وعملائهم، حتى لا يضل المجال متروكا للوسطاء (المصارف أساسا في البلدان العربية) دون أي توجيه للتوسع في تقديم خطوط الائتمان للتداول في السوق إلى مستويات غير سليمة قد تهدد أوضاعها المالية.

3.4.2.1.4 الحوافز الضريبية لحيازة الأوراق المالية

ويأتي ذلك من خلال التوسع أو تقرير مزايا وإعفاءات ضريبية على عوائد الأسهم بحيث تكون أعبائها الضريبية أقل من تلك المفروضة على الودائع المصرفية، كما أن إعطاء إعفاء ضريبي يعنى زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية.

وعليه، فمن باب الأهمية تطبيق سياسات لحفز الطلب على الأوراق المالية في أسواقها المحلية، لكن مع مراعاة ضرورة الحفاظ على نمو في عرض الأوراق في ذات الوقت. ومع تقلب الظروف من حين لآخر واختلافها من سوق إلى سوق فإن أولية السياسات قد تنتقل من تصحيح اختلالات في عرض الأوراق إلى الرغبة في حفز الطلب عليها، وذلك وفقا لما تمليه الأوضاع الخاصة بكل سوق، فعلى سبيل المثال، تحتاج اقتصاديات دول مجلس الخليجي إلى التركيز على تطوير العرض لامتصاص السيولة الزائدة، وللتخفيف من حدة المضاربات الناتجة عن فائض الطلب في الأسواق المالية المعنية. [109]

3.1.4. جانب البنية المؤسسية والتنظيمية الأساسية

تتكون البنية الأساسية للسوق من مجموعة من العناصر التي تشكل في مجموعها إطار متكاملًا، بحيث يعتمد مدى تطور كل منها وتكاملها على تقدم السوق وترتبط عملية تطوير البنية الأساسية للسوق بالعديد من العوامل منها:

1.3.1.4. الوساطة السوقية

تحتاج الوساطة في السوق بما فيها عمليات التغطية والترويج إلى عناية كبيرة نظرا للدور الرئيسي الذي تشكله في تنمية الأسواق المالية. فبدون وساطة مالية كفؤة وقادرة على المنافسة والابتكار يظل مستوى نشاط السوق ضعيف ومن جهة أخرى إن تواجد مؤسسات وساطة متنوعة ومتنافسة يساعد على تخفيض تكاليف الوساطة ذاتها مما ينعكس بالإيجاب على نشاط الوسطاء، ومن خلال السعي إلى وضع لوائح مهنية محكمة لوظائفهم وقيام جمعيات تدير مصالحهم وتدعم روح الابتكار في نشاطهم، كما يجب أن تهدف السياسات المالية المتبعة إلى توجيه الإطار التشريعي بالأسلوب الذي يساعد على حقن نمو نشاط المؤسسات المختلفة التي تتعامل في السوق. [109] ص 124

2.3.1.4. دعم المؤسسات العاملة في مجال خدمة الأوراق المالية

يتطلب تطوير الأسواق المالية العربية توافر شبكة متكاملة من المؤسسات المالية المتطورة الفعالة وتوفير سبل الاتصال السريع فيما بينها.

ومن ثم تبرز الحاجة إلى إقامة شبكة اليكترونية للاتصالات لتأمين سرعة نقل المعلومات وتبادل عرض البيع وطلبات الشراء وغيرها من الاتصالات اللازمة لتيسير المعاملات في أسرع وقت في كل من السوقين: [57] ص 77-78

- ففي السوق الأولية للإصدارات لابد من قيام بنوك أو شركات الاستثمار بدورها في توزيع الإصدارات الجديدة باعتبارها الأداة الرئيسية لضمان الاكتتاب فيها وهي التي يمكن أن تضمن حسن سير العمل في السوق المالية لأنها توفر قاعدة لتنفيذ المتطلبات القانونية والفنية لأي إصدار جديد جدير بالذكر أن بنوك الاستثمار تقوم بوظيفة هامة أخرى انطلاقا من حرصها على ثقة العملاء بها وهي ضمان النوعية الجيدة من إصدارات الأوراق المالية.

وكذلك ضرورة إنشاء مؤسسات الاستثمار للترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة وتشجيع صغار المدخرين على الاستثمار بإحدى الوسائل بشكل مناسب ومأمون ويعتبر الاهتمام بتنشيط حركة أمناء الاستثمار إحدى الوسائل لتنمية السوق حيث إنها توفر وسيلة فعالة لحث الجمهور المتحفظ على المخاطر في الاستثمار بصورة غير مباشرة في أسهم مختلف الشركات حيث نجد أن الأسواق العربية تفتقر لهذا النوع من المؤسسات الاستثمارية التي تشتد الحاجة إليها من أجل تعبئة المدخرات الصغيرة ولتنشيط الطلب على الأوراق المالية في الأسواق الأولية.

- أما في السوق الثانوية، فهناك حاجة أكيدة لإنشاء مؤسسات صانعة الأسواق لما تؤديه من دور هام في تحقيق التوازن بين عرض الأوراق المالية والطلب عليها بتوفير السيولة للسوق نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الاستثمار من أسهم وسندات لحسابها الخاص وتتمثل أهمية هذه المؤسسات في تشجيعها لتداول الأوراق المالية وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين بحيث لا يضطر البائع إلى انتظار المشتري النهائي لإتمام الصفقة.

الجدير بالذكر أن مؤسسات صانعي الأسواق تشتري لحسابها الخاص ما تستطيع بيعه مباشرة ومن ثم تحاول بيعه في السوق بحرص شديد وهي بذلك تخفف من حدة ذبذبات السوق وتقلل من مخاطر الاستثمار.

4.3.1.4. تطوير نظم التسوية والمقاصة والحفظ المركزي

يمثل وجود نظام آمن للتسوية والمقاصة والحفظ المركزي دعامة أساسية لقيام السوق بوظائفها بكفاءة، ويزيد من درجة سيولتها بما يجعل التعامل فيها عنصر جذب السوق لكل من المستثمر المحلي والأجنبي. كما يحقق مزايا لكافة المتعاملين في مجال الأوراق المالية، حيث يوفر التعامل مع الأوراق المالية في شكل قيود دفترية مما يقلل نسبة المخاطر والتزوير وبالتالي الوصول إلى المعايير الدولية، فضلا عما يكفله نظام الحفظ المركزي من إتمام عمليات التسوية في مواعيد ثابتة وتوفير بيانات دقيقة عن المساهمين وحمائهم. [99] ص 156-157

4.3.1.4. رفع كفاءة الرقابة على المؤسسات

يعني بالرقابة على المؤسسات ممارسة السلطة على هيكل مؤسسي مثل الشركات وذلك من خلال القوانين الحاكمة للتعامل في السوق المالية مثل قواعد القيد فيها ونظم وقواعد الإفصاح والشفافية.

وبغية التغلب على المشاكل الناجمة عن عدم الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية، لا بد أن تلتزم الشركات المقيدة فيها بحد أدنى من المتطلبات الإفصاح، يتضمن ما يلي: [99] ص 157-158

- نشر المعلومات التي تسمح للمستثمر بتقييم الأداء العام للشركة القائمة بالطرح، مثل حجم الأرباح وحجم المبيعات في الثلاث سنوات السابقة، ومعدل العائد على رأس المال، ونصيبها من متوسط حجم السوق المحلية، إضافة إلى الخطط المستقبلية للشركة من حيث التوسعات أو العقود المستقبلية.
- أن تلتزم الشركات المقيدة فيها بإعداد قوائمها المالية وفقا للنظم المحاسبية الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء من أن يقيم أداء هذه الشركات وحتى تستطيع الشركات الاستفادة من مزايا الطرح العام في الأسواق الدولية.
- الحد من عمليات التداول المستندة إلى معلومات داخلية.

5.3.1.4. عوامل أخرى

تتمثل العوامل الأخرى في النقاط الموالية:

- تشجيع شركات الخدمات التي تقدم الاستشارات المالية الخاصة بتقييم وتصنيف وتحليل الأوراق المالية بما ينعكس بالإيجاب على قرار المستثمر الذي ليس لديه الخبرة الكافية لاختيار الورقة المالية وللبيع والشراء. وبالتالي، فإن وجود مثل هذه الشركات يمكن أن يسهم في الحد من التقلبات غير المبررة في الأسعار، وفي تجديد الجدارة الائتمانية لمختلف الشركات.
- إعادة النظر في التشريعات التي تحكم الأسواق المالية في الدول العربية بناء على ما تكشف خلال الممارسات من الكثير من العيوب أو القصور في ضوء التطورات الاقتصادية التي مرت بها هذه الدول.
- أما من حيث المناخ الاستثماري فهو أساسي لتنشيط الأسواق المالية عموما، كما أنه أكثر أهمية في المنطقة العربية والتي تأخرت كثيرا عن الأخذ بتحسين المناخ الاستثماري على نحو شامل ومتكامل.

وأخيرا تجدر الإشارة إلى أبرز الشروط الأساسية لنجاح بورصة الجزائر والتي يجب توافرها

هي: [111] ص 87 وما بعدها

- ضرورة تسوية الاقتصاد.
- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد.
- الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية.

- الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة.
- توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة.
- حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم.
- تكيف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين.
- وجود جهاز مصرفي متكامل.

2.4. الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها

توضح كل المؤشرات الإقليمية والدولية أنه لا خيار أمام الأسواق المالية العربية، مع انتشار ظاهرة العولمة والتحرير المالي، بانفتاحها على بعضها باتجاه إقامة ترابط بين أسواقها. كما أن إيجاد قنوات الربط فيما بينها يتطلب اتخاذ عدد من الإجراءات الإصلاحية لتطوير هذه الأسواق ورفع كفاءتها. وعلى هذا الأساس، تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- نبذة تاريخية عن الربط بين الأسواق المالية العربية وأهميته؛
- متطلبات الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها؛
- معوقات الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها.

1.2.4. نبذة تاريخية عن الربط بين الأسواق المالية العربية وأهميته

قبل عرض أهمية الربط بين الأسواق المالية العربية ينبغي الإشارة إلى مراحل التطور التاريخي له.

وعليه، سيتم تناول هذا المطلب من خلال المحورين المواليين:

1.1.2.4. نظرة تاريخية عن الربط بين الأسواق المالية العربية

يظهر اهتمام الدول العربية لتحقيق درجة التكامل المالي من خلال الجهود الأولية الآتية: [96]

ص77-78

- حيث تم توقيع اتفاقية تسوية المعاملات الجارية وانتقال رؤوس الأموال عام 1953، كذلك اتفاقية استثمار رؤوس الأموال العربية وانتقالها بين البلدان العربية عام 1970 والتي تهدف إلى دعوة الأقطار

المصدرة لرأس المال لبذل جهودها نحو تشجيع الاستثمارات في البلدان العربية، وبهدف تأمين المستثمر العربي وتعويضه عن الخسائر التجارية وغير التجارية، فقد تم التوقيع على اتفاقية المؤسسة العربية لضمان الاستثمار عام 1970.

- فقد تم عام 1974 التوقيع على اتفاقية تسوية منازعات الاستثمار بهدف حل النزاعات القانونية التي تحدث مباشرة بين الجهة المضيفة والجهة المستثمرة، وذلك ضمانا لإيجاد المناخ الملائم لتنمية الاستثمارات العربية، وفي إطار الجهود لتوفير التعاون المالي، فقد صادقت القمة العربية الحادية عشرة في عمان عام 1980 على الاتفاقية الموحدة لاستثمار رؤوس الأموال العربية في الدول العربية.

- كما أدركت الدول العربية منذ تزايد العوائد المالية العربية بعد أزمة النفط أهمية قيام الأسواق المالية والنقدية العربية وتماشيا مع هذا الهدف، فقد أقر المجلس الاقتصادي العربي في الدورة الثانية والعشرين عام 1976 الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق المالية والنقدية العربية، وتكلف محافظو البنوك المركزية بالنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق وقد استمرت جهود الأمانة العامة للجامعة العربية وصندوق النقد العربي في إعداد الدراسات الشاملة لتطوير الأسواق المالية العربية.

وفي مرحلة لاحقة من الدراسات التي كلف الخبراء العرب بإعدادها لإنشاء السوق المالية العربية تحت اشراف مجلس محافظي البنوك المركزية انبثقت عدة توصيات في هذا المجال: [100] ص213

- إنشاء اتحاد البورصات العربية انطلاقا من حقيقة كون بورصات الأوراق المالية إحدى الأشكال المعبرة عن الأسواق المالية المنظمة، لأنها تقوم بوظائفها في إطار هياكل اقتصادية تتيح للأفراد والهيئات حيازة الأوراق المالية بمختلف أنواعها، كما تتيح لهم حرية التصرف بها بيعا وشراء.

ولقد أريد بإنشاء الاتحاد أن يكون جهازا توجيهيا وإرشاديا تكون أدواته الأساسية بورصات الأوراق المالية القائمة، وأن تسهم في تطوير البورصات وتقديم المساعدات الفنية في إنشاء بورصات جديدة في الدول العربية الراغبة في ذلك بالإضافة إلى تبادل الخبرات والتجارب وتوثيق التعاون لاستكشاف أفضل الطرق والأساليب الممكنة لقيام سوق مالية عربية مشتركة.

- أقر محافظو البنوك المركزية العرب في اجتماعهم بطرابلس سبتمبر 1979 تقرير اللجنة الفنية الفرعية لدراسة الأسواق المالية العربية، وقد حظيت توصيات المحافظين بموافقة المجلس الاقتصادي العربي، بل وأعلن عن قيام اتحاد البورصات العربية عام 1981 بعد تم وضع نظامه الأساسي ليبدأ مرحلة جديدة

من التعاون والتنسيق بين البورصات العربية القائمة والمساعدة في إنشاء بورصات جديدة والسعي نحو إيجاد صيغة معينة للربط بين البورصات العربية.

2.1.2.4. أهمية الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها

العولمة المالية هي ظاهرة التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود [112] ص 9. وفي هذا الإطار، تتزايد أهمية الترابط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها في عصر العولمة والألفية الثالثة، ويرجع هذا التزايد إلى العديد من المبررات والفوائد التي يمكن أن تعود على المنطقة، كما يظهر من التحليل الموالي: [100] ص 235-238

- إضافة درجة عالية من السيولة للأوراق المالية العربية، وإدخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين في المشروعات العربية وإقامة الشركات والمؤسسات الجديدة لتصب في التنمية العربية الشاملة وتدفع عجلتها، وهو ماله مردوده على المستوي القطري ومستوي الاقتصاد العربي، وهو ما يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

- إعادة تشخيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى وتحديث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين وتوفر بالتالي مصادر تمويل على درجة من الضخامة والوفرة التي يمكن أن تحدث تغييرا جوهريا للواقع الاقتصادي العربي في مجموعه.

- المساعدة في تحقيق ما يسمى بالاعتماد الجماعي على الذات العربية في تمويل التنمية العربية لتكون مستقلة، وفي ظل العولمة والاتجاه إلى المزيد من التكتلات الاقتصادية يصبح من الضروري البحث في كيفية إحداث التكامل المالي بين الأطراف العربية في شكل سوق مالية مشتركة.

- مقابلة احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول حيث إن البنوك التجارية فيها لا تستطيع بإمكانياتها المعروفة أن تتحمل مخاطر التنمية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل ولن يتم ذلك إلا بوجود سوق مالية عربية مشتركة.

- سوف يكون بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة العربية، وهي بذلك تتلافى الآثار التضخمية إلى حد كبير، حيث إن التمويل من خلال الأسهم والسندات إذا قورن بالتمويل المصرفي من السوق النقدية فان هذه الأخيرة يمكن أن تؤدي إلى زيادة مفرطة في عرض النقود وبالتالي إحداث موجات تضخمية، بينما إصدار الأسهم والسندات يتضمن امتصاص قوة شرائية من جمهور المتعاملين وبالتالي يقلل ويخفض من الآثار التضخمية أو لا يحدثها، بل يخفض من معدلات التضخم وهذا في صالح كل الدول العربية.

- تقليل مخاطر وجود الأموال العربية في الاقتصاديات المتقدمة وخاصة بعد أحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001، فمن الأفضل أن تزداد العلاقات المالية فيما بين الدول العربية حتى تتفادى المخاطر المحيطة بالأموال العربية في الخارج.

- تسمح فرص الاستثمار لبعض الدول العربية باستيعاب الفوائض المالية في بعض الدول العربية التي يكون لديها فوائض تفضل استثماره خارج الدول العربية.

- يوفر عادة السيولة اللازمة للتبادل التجاري وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية بين الدول العربية، وبذلك فإن مستوى تطور التجارة البينية ما بين الدول العربية واكتمال السوق العربية المشتركة يتوقف على اكتمال وتعزيز التكامل بين الأسواق المالية العربية، ومن ثم استكمال مرحلة التكامل الاقتصادي المنشودة بصورة عامة.

ومعني ذلك أن تحريك الأسواق العربية وتوظيفها عربياً يتوقف على مدى النجاح الذي يمكن تحقيقه على مستوى السوق العربية المشتركة وتعميق التعاون الاقتصادي ويحتم بالضرورة إقامة سوق مالية عربية مشتركة، وأن إقامة سوق مالية عربية مشتركة يسمح باشتراك مستثمرين من عدة دول عربية في مشروعات استثمارية قطرية ذات توجه سوقي إقليمي، بل وتعمق بذلك العملية التكاملية إذا ما قامت هذه المشروعات على أساس دراسات جدوى اقتصادية وتعميق مبدأ الميزة النسبية والتنافسية.

- يؤدي إلى زيادة تدفق وانسياب الأموال إلى الدول العربية، ومن ثم زيادة عملية التنمية في هذه الدول، كما أنه يؤدي إلى تقليص توظيف أصول البنوك مع العالم الخارجي للمحافظة على نسبة الملاءة المطلوبة وفقاً لمعايير لجنة بازل.

- هناك العديد من مزايا الاستثمار في الأسواق المالية العربية يمكن أن تحقق ومن هذه المزايا:

- حرية الدخول والخروج من الأسواق المالية في وقت نسبي قصير.
- ضمان الحصول على الحقوق المتبادلة للمتعاملين في هذه الأسواق.
- الاستثمار في الأوراق المالية العربية يتيح التنوع للمحافظ الكبرى للدول والمؤسسات المالية الكبرى وكبار المتعاملين والمستثمرين، وهذا التنوع يمكن أن يتم على مستوى جغرافي أو حسب الصناعة العربية وغيرها، بالإضافة إلى إمكانية عدم الانتقال الفعلي للأوعية الاستثمارية.
- التوزيع الأكفأ للموارد على أحسن المشروعات الاستثمارية العربية.
- بعض الأسواق العربية ما زالت لا تستوعب رؤوس الأموال الفائضة لدى مواطنيها الذين يبحثون عن فرص الاستثمار، وهو يحقق التكامل بين الأسواق على أفضل صورة ممكنة عندما تنقل هذه الأموال إلى

أسواق عربية أخرى، واتساع الأسواق سيؤدي في مدى زمني أطول إلى انتقال رؤوس الأموال في أكثر من اتجاه في الأسواق العربية.

2.2.4. متطلبات الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها

يتم الربط بين الأسواق المالية العربية على مرحلتين: [96] ص 61

- قيام أسواق مالية محلية ذات شخصية اعتبارية مستقلة، يتم في كل منها أو بعضها تبادل إصدارات البلد الآخر من الأسهم والسندات، وذلك في ضوء إجراءات وتشريعات متشابهة أو السعي لكي تتضمن هذه التشريعات السماح للمواطنين العرب الذين ينتمون إلى غير دولة الإصدار بتملك الأوراق المالية فيها.

- قيام سوق مالية عربية أو إقليمية منفصلة عن الأسواق الوطنية على أن تهيأ لها البنية الأساسية اللازمة لنجاحها.

وهذا الربط بين الأسواق قد ينشأ تدريجياً، وربما على مستوى بعض مجموعات الدول العربية دول مجلس الخليجي، دول المغرب العربي.. الخ، ليصبح بعد ذلك نواة السوق المالية العربية المشتركة.

وهناك العديد من المتطلبات التي يجب أن تتوفر لإحداث الترابط بين الأسواق المالية العربية ومن هذه المتطلبات:

1.2.2.4. تحسين المناخ الاستثماري

هناك علاقة ارتباط طردية بين ترابط الأسواق العربية المالية، وتحسين مناخ الاستثمار لأن تحرك رأس المال داخل الدول العربية يجب أن يجد البيئة الاستثمارية المحيية له، بمعنى أنه كلما توفر مناخ استثمار جاذب ومواتي للاستثمار وبخاصة في الأوراق المالية، كلما ساعد ذلك على تهيئة الأوضاع الملائمة لقيام سوق مالية عربية متطورة، وكلما توفرت سوق مالية منظمة ومتطورة كلما ساعد ذلك على تحسين مناخ الاستثمار. [100] ص 239

ومن هنا، فإن تحسين مناخ الاستثمار العربي أصبح ضرورة ملحة، فإعادة النظر في الكثير من التشريعات الاستثمارية والنقدية والمالية مطلوب لجعلها أكثر مناسبة لتشجيع الاستثمارات العربية البينية. بل الأمر يحتاج إلى توحيد وتقريب والنظم التي تعمل في ظل الاستثمار في الأوراق المالية النظم الإدارية ونظم المعلومات الاستثمارية، بل والأكثر أهمية هو ضرورة تحقيق قدر من التكامل والتناسق

والانسجام بين مختلف السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد العربي في مجموعه.[100] ص239

وبذلك فان تحسين المناخ الاستثماري يدعوا إلى النظر في الكثير من التشريعات لجعلها أكثر ملائمة لمقتضيات انسياب رؤوس الأموال إلى مواطن الاستثمار، وإزالة التناقض القائم بينها أحيانا، كما يتعين العمل على إزالة المعوقات الإدارية التي كثيرا ما تمثل العنصر الأكثر تنفيرا للمستثمرين، مع تجنب إصدار القرارات واتخاذ الإجراءات المفاجئة التي تؤثر على حرية تحويل رأس المال وعوائده وذلك للمساعدة على ترسيخ الثقة المتبادلة بين الأطراف المعنية بالاستثمار.[96] ص239

ويتعين كذلك العمل على إزالة القيود الرقابية على النقد التي تعرقل محاولات الربط بين الأسواق المالية العربية، والنظر في التشريعات القائمة في الدول المشتركة الذي عادة ما يتم بأحجام كبيرة تفوق الطاقة الاستيعابية الخاصة ببلد المقر، وأيضا يمكن لسياسة الخصوصية التي تنتهجها معظم البلدان العربية، أن تؤدي إلى فتح منافذ مغرية وقنوات جاهزة لاجتذاب رؤوس الأموال العربية إلى الدول العربية مما يؤدي بالتالي إلى تطور الأسواق المالية العربية.[96] ص89

2.2.2.4. إنشاء وتقوية المؤسسات والشركات العربية

ويتجلى هذا المحور في العناصر الآتية:[100] ص239-240

1.2.2.2.4. تنمية دور المؤسسات المالية العربية

حيث يرجع قصور التدفقات المالية الاستثمارية البنينة بين الدول العربية إلى حد كبير لضعف أو عدم اكتمال جسر الوساطة المالية الذي لا بد أن تعبره تلك التدفقات، ويرجع السبب في ذلك إلى ضعف المؤسسات المالية العربية وقصورها في تشكيل الإطار المؤسسي المتكامل ويحتاج ذلك التركيز على ما يلي:

- تقوية مؤسسات التمويل القائمة من خلال دعم طاقتها ورفع نسبة الملاءة وتحديث قدراتها التقنية لتمكنها من مواكبة التطورات الحديثة في الأسواق المالية الدولية.
- إنشاء المؤسسات المكتملة للأجهزة القائمة، ومن أهمها الأجهزة المتعلقة بنشر المعلومات الاستثمارية وتحليلها سواء على المستوى المحلي أو الإقليمي بين الدول العربية، بالإضافة إلى إنشاء المزيد من

مؤسسات وسطاء التمويل وصانعي السوق وشركات للترويج للاكتتاب وشركات التصنيف وترتيب جودة السندات للشركات المصدرة.

2.2.2.2.4. إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة

حيث يتطلب التعامل في الأسواق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للاتصالات لتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها، كما أن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدى صندوق النقد العربي واتحاد البورصات العربية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية.

3.2.2.2.4. إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية

حيث إن إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية سوف يساعد كثيراً على ربط وتكامل للأسواق المالية العربية، ويقتصر نشاط هذه الشركة على العمل كوسيط مالي للأوراق المالية للشركات العربية المشتركة، والعمل كوسيط مالي يقوم بترتيب عمليات بيع الأوراق المالية الجديدة والمتداولة وبضمان تسويق الإصدارات الجديدة وتقديم الاستشارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.

هذا بالإضافة إلى تأسيس مؤسسات كبرى على مستوى الاقتصاد العربي كله، على أن تعمل تلك المؤسسات في المجالات الآتية:

- مجال المقاصة والتسوية والحفظ، لأن وجود شركة كبرى واحدة لها فروع في جميع الأسواق العربية سيؤدي إلى وفورات من جهة ويسهل عمليات المقاصة والتسوية والحفظ من جهة أخرى.
- في مجال التأمين ضد المخاطر المحتملة وضمان تغطية التزامات الوسطاء.

3.2.2.2.4. تحسين المركز التنافسي للأسواق المالية العربية

وذلك بين الأسواق الدولية الأخرى، ويتطلب هذا التحسين ما يلي: [100] ص 241

- تحسين الوزن النسبي في السوق الدولية للأوراق المالية وهذا الوضع يتطلب تزويد الأسواق العربية بالمزيد من الأوراق المالية من خلال برامج الخصخصة سواء على مستوى كل دولة أو على مستوى

خصوصة المشروعات العربية، والعمل على تشجيع الشركات المغلقة لكي تتحول إلى شركات مفتوحة أو شركات اكتتاب عام من خلال توفير حوافز جيدة لها.

- العمل على تواجد الأسواق المالية العربية في سوق السندات الدولية، نظرا للأهمية النسبية للسندات.

4.2.2.4. إزالة عوائق إقامة السوق المالية العربية المشتركة

إزالة كل عوائق إقامة السوق المالية العربية المشتركة ومن أهمها: [100] ص 241-242

- إزالة الاختلاف في التشريعات والتنظيمات المنظمة للأسواق المالية العربية وتنسيق السياسات الاقتصادية والاستثمارية والتغلب على ضيق الطاقة الاستيعابية للأسواق المالية في بعض الدول العربية، والتغلب أيضا على عدم توافر أساليب وأدوات مالية متنوعة ومتطورة، ومن أوراق مالية قصيرة الأجل والأهم توافر الأوراق المالية طويلة الأجل، قابلة للتداول من خلال أجهزة وآليات تعمل بدقة وسرعة وتؤمن إمكانية إعادة السيولة إلى الاستثمارات طويلة الأجل.

- الإنهاء على أية قيود ورقابة تضعها السلطات النقدية والمالية في الدول العربية على تداول الأوراق المالية بين دولة عربية وأخرى، لا يسمح في كثير من الدول للمواطنين العرب بالاستثمار في الأوراق المالية في الأسواق المالية للدول المعنية، وإن سمحت فتكون بنسبة محدودة عادة، ويتصل بذلك الاختلاف الواسع في السياسات المالية والنقدية العربية والذي يجب أن يخفي ويحل محله التناسق والانسجام، خاصة فيما يتعلق بالقيود المفروضة على الانتقال الحر لرأس المال وأسعار الفائدة وأسعار الصرف والسياسة الائتمانية والمصرفية والسياسات الاقتصادية عموما. [100] ص 241-242

5.2.2.4. متطلبات أخرى

يمكن ذكر متطلبات أخرى على النحو الموالي:

1.5.2.2.4. الترتيب الداخلي لكل سوق (التطوير الذاتي)

من خلال التجربة العملية تبين أنه من المناسب جدا البدء بترتيب البيت من الداخل أولا قبل الشروع في عملية الارتباط بالغير ليس فقط بالأسواق المالية العربية الأخرى وإنما حتى بمؤسسات محلية ضمن حدود الدولة الواحدة.

فمن أهم مقومات الربط ونجاحه التكامل بين الأجهزة، لذلك على الأسواق المالية العربية أن تقطع شوطا واضحا كبيرا في عملية التطوير الذاتي وعلى كل الأصعدة التشريعية والتنظيمية والرقابية بالإضافة إلى خلق الوعي بأهمية هذه الأجهزة على المستويين الرسمي والشعبي، مع الاهتمام بالتفكير التعاوني والتكاملي وليس الجزئي أو التنافسي بين الأسواق المالية العربية عند استحداث نظام جديدا أو تطوير نظام قائم فيما يخص الاستثمار أو التكامل في الأوراق المالية أو وضع أنظمة للأسواق المالية.

[78] ص 286

وعندها ستجد كل سوق مالية أنها مهياة لأن تتقابل بأنظمتها وفنيها مع السوق المالية الأخرى فيتم التقارب وتتلاقى الأنظمة وتتوافق النصوص التشريعية و تبدأ مرحلة التقارب على كافة الأصعدة التشريعية التي تعيق عملية الارتباط فتسعي للتطور الذاتي ووضع حد أدني من النظم والقرارات التي يمكنها أن تتلاقى ومن ثم ترتبط مع سوق مالية أخرى، وذلك عملية تطوير ذاتي على كل الأصعدة.

[78] ص 286

2.5.2.2.4. الربط الجزئي بين الأسواق المالية العربية

البدء بعملية الربط الجزئي بين الأسواق المالية العربية من خلال وضع استراتيجيه طويلة الأجل من أجل تطوير الارتباط الجزئي بين الأسواق المالية العربية بما يسمح لوجود الارتباط الكلي بين كل الأسواق المالية العربية.

3.5.2.2.4. حرية انتقال رؤوس الأموال

تعتبر حرية انتقال رؤوس الأموال إحدى المقومات الضرورية لإيجاد قنوات للاتصال بين الأسواق العربية وتضطر الكثير من الدول المستوردة لرؤوس الأموال لفرض درجات متباينة من القيود على تحويل رؤوس الأموال بسبب أوضاعها الاقتصادية. إلا أن معالجة هذا الوضع لا تتطلب بالضرورة إلغاء قوانين الرقابة على النقد بصفة كلية، حيث يمكن التغلب على هذه الصعوبات عن طريق إعطاء معاملة تفضيلية لأنواع معينة أو عمليات محددة ترى السلطات المسؤولة في الدول المعنية أنها تتفق مع سياستها ومصالحها الاقتصادية، كإعادة تصدير رأس المال العربي المستثمر وتحويل الدخل الناتج عنه في قطاعات محددة، وكذلك الحال بالنسبة لرأس المال العربي المستثمر في الأوراق المالية الصادرة محليا. [78] ص 278

4.5.2.2.4. استقرار أسعار الصرف

استقرار أسعار الصرف من العوامل الهامة على تشجيع انتقال رؤوس الأموال إلا أن التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، حتى بالنسبة للاستثمار في العملات الدولية أصبح أمرا لا يمكن التهرب منه بسهولة ويسر.

5.5.2.2.4. تطوير الأطر القانونية والمؤسسية للأسواق المالية

تطوير وتنظيم الأسواق المالية العربية هو شرط أساسي وجوهري من أجل ربط وانفتاح هذه الأسواق عربيا نظرا لاختلاف مستويات تنظيم هذه الأسواق وكون البعض منها غير مؤهل للارتباط بغيرها من الأسواق لعدم استكمال كافة الأطر القانونية والمؤسسية للأسواق المالية من خلال مراجعة القوانين لتحقيق أقصى قدر ممكن من توحيد الأنظمة المعمول بها في هذه الأسواق. [96] ص 90

ومن المهم في هذا الإطار أن تتضمن القوانين الجديدة أحكاما تساعد على تطوير آليات عمل

الأسواق وعلى الربط بينها، وتشمل هذه القوانين على ما يلي: [96] ص 90

- تشريعات تتعلق بتنظيم مهنة الوساطة في الأوراق المالية.
- تشريعات تتعلق بتنظيم الشركات صانعة الأسواق الثانوية.
- مراجعة التشريعات القائمة والمتعلقة بكفاءة وتأهيل بيوت السمسة.
- مراجعة التشريعات المتصلة بشروط إدراج أسهم الشركات.
- تشريعات تتعلق بإقامة صناديق الاستثمار التبادلية.

6.5.2.2.4. تطوير وتوحيد نظم المحاسبة والإفصاح المالي

يعتبر موضوع الإفصاح المالي الذي يقدمه مدقق حسابات الشركات روح السوق المالية وأساس استمرار نجاحها وتطورها وتدعيم الثقة فيها بما يحقق استقطاب جمهور المتعاملين نحو أداوتها، حيث ان نشر وتعميم المعلومات المحاسبية المتعلقة بالشركات يساهم في توفير المناخ الاستثماري الملائم لنمو الأسواق المالية. [96] ص 90

وانطلاقا من ذلك، فإنه لا بد من النهوض بمهنة المحاسبة وتطويرها من خلال ما يلي: [96]

- وضع المعايير والمبادئ المحاسبية السليمة والتقليل من التباين في الطرق المستخدمة وتوحيد المفاهيم الأساسية لمهنة المحاسبة.
- ضرورة توفير الإطار المتخصص وتدريبها ورفع مستوى كفاءة وخبرة المحاسبين.

7.5.2.2.4. إيجاد البيئة الاقتصادية الملائمة

والمتمثلة في وضع اقتصادي كلي مستقر خال من الاختلالات المالية والضغط التضخمية.

3.2.4. معوقات الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها

لتحقيق أي شكل من أشكال الربط بين الأسواق المالية العربية وصولاً لتكاملها يتطلب بداية التعرف على المعوقات التي وقفت طويلاً حائلاً دون الوصول إلى هذا الهدف والتي يمكن تلخيصها في ما يلي:

- المعوقات المتعلقة باقتصاديات وطبيعة الأسواق المالية؛
- المعوقات التشريعية؛
- المعوقات الهيكلية؛
- المعوقات المؤسسية؛
- المعوقات النقدية والمالية.

وفيما يلي توضيح لهذه المعوقات:

1.3.2.4. المعوقات المتعلقة باقتصاديات وطبيعة الأسواق المالية العربية

قبل تبيان المعوقات المتعلقة بتباين طبيعة الأسواق المالية العربية، سيتم توضيح المعوقات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية.

1.1.3.2.4. المعوقات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية

لا يمكن تطوير أو ربط الأسواق المالية العربية بمعزل عن التطورات والأوضاع الاقتصادية لهذه الدول، وفي ضوء ذلك فإن ضعف الترابط بين هذه الأسواق يعزي بالضرورة للخلل الهيكلي في اقتصاديات الدول العربية مع التباين الواضح في هذه الاقتصاديات، وكذلك في السياسات المالية والنقدية التي تنتهجها بالإضافة إلى غياب التنسيق فيما بينها. [96] ص 72

ويمكن التمييز بين مجموعتين من الدول العربية وذلك من حيث التطور الاقتصادي: [96]

ص72

تضم الأولى مجموعة الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بوفر مالي يقابله قلة عناصر الإنتاج الأخرى، وخاصة الموارد البشرية المدربة والثانية، تضم مجموعة الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بقلة رأس المال، ووفرة عناصر الإنتاج الأخرى، وخاصة الأيدي العاملة.

وفي ضوء هذا، فإن السياسات الاقتصادية المتبعة في كلا المجموعتين مختلفة، لذلك فإن التحدي القائم يقوم على أساس إيجاد انسجام بين مصالح دول الفئاض، وذلك من خلال إيجاد فرص استثمارية مناسبة، ومصالح الدول العربية الأخرى ذات الإمكانيات التنموية والبشرية. وإضافة إلى ذلك فإن المبادلات التجارية فيما بين الدول العربية متدنية. إن هذه الاختلافات بالإضافة إلى التباين في معدلات الادخار وما ينجم عن ذلك من اختلافات في الهياكل الاقتصادية العربية تؤثر في السياسات الاقتصادية، مما ينعكس سلبيًا على إمكانيات تكامل الأسواق المالية العربية. [96] ص72

2.1.3.2.4. المعوقات المتعلقة بتباين طبيعة الأسواق المالية العربية

تعاني الأسواق المالية العربية، من نقاط ضعف متعددة تحول دون تطور هذه الأسواق، وبالتالي إمكانيات تكاملها وربطها ببعضها.

ويمكن تلخيص أهم هذه المعوقات فيما يلي: [96] ص74

- تباين الأسواق المالية من حيث درجة تطورها، إذ يلاحظ بأن بعضها لا زالت في بدايتها في حين هناك مجموعة من الأسواق العربية قد أسست منذ بداية القرن الماضي.
- عدم وجود أسواق مالية منظمة لدى عدد من الدول العربية، فعلى الرغم من توفر الأدوات المالية لدى عدد من الدول العربية إلا أن هذه الدول تفتقر إلى وجود سوق منظمة.

2.3.2.4. المعوقات التشريعية

تتمثل المعوقات التشريعية فيما يلي: [78] ص 282

- وجود بعض التشريعات التي تحد من التعاون والارتباط الفعلي بنصه على الكثير من القواعد والضوابط لتداول لأوراق المالية في الأسواق المحلية.
- وجود قواعد ونظم خاصة بالإدراج والتداول في كل سوق عربية لا تتلاءم مع القواعد والنظم الخاصة في الأسواق الأخرى، وبالتالي انعدام التجانس أو الحد الأدنى الذي يسمح بتبادل إدراج الشركات بسهولة ويسر.
- قصور التشريعات عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين الأسواق المالية العربية الأخرى وذلك داخل البلد الواحد.
- وجود تشريعات ليست بالجديدة التي تنظم تأسيس الشركات المساهمة العامة مما استدعى إدخال تعديلات مختلفة عليها وأوجد قواعد غير متجانسة مع التشريعات المنظمة للأسواق المالية.
- قصور التشريعات على أدوات استثمارية محدودة أو على جنسية معينة دون الأخرى.
- افتقار كثير من التشريعات لنصوص واضحة صريحة منظمة للشفافية السوقية (الإفصاح المالي للشركات في الأسواق) وعدم التقيد لقواعد التدقيق المحاسبي المتعارف عليها.

3.3.2.4. المعوقات الهيكلية

وتتمثل هذه المعوقات في النقاط التالية: [78] ص 283

- وجود التشابك والتداخل في المهام المعطاة لبعض الأجهزة التنظيمية والرقابية ذات الاختصاص المالي أو الاستثماري أو التجاري في الدولة الواحدة وهو ما يعيق عمل الأسواق المالية وتطويرها في الدول العربية.
- الاعتماد على التسهيلات المصرفية في تمويل المشروعات على اختلاف آجالها دون اللجوء للأسواق المالية لتمويل المشاريع طويلة الأجل وذات الأحجام الكبيرة كما هو حاصل في الدول المتقدمة.
- الاعتماد على التمويل الأقل كلفة في تمويل تأسيس الشركات المساهمة وهو إصدار الأسهم العادية من دون اللجوء إلى الاستفادة من رغبة المستثمرين في تنوع المحافظ المالية بالأدوات المالية المختلفة مثل السندات على اختلاف أنواعها والأسهم الممتازة والصناديق الاستثمارية.
- عدم استفادة البنوك العربية من وجود الأسواق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل باعتبارها منافذ استثمارية متنوعة تضاف إلى سلة الخدمات التي تقدمها في العادة البنوك الدولية المتقدمة أو تمويل

- عمليات الاستثمار في الأوراق المالية اعتمادا على منهجية دقيقة آمنة بدلا من ضخ الأموال بشكل عشوائي يؤدي في نهاية المطاف إلى الأزمات التي تكلف الفرد والمجتمع الكثير من المال.
- تأخر برامج الخوصصة في الدول العربية وعدم إشراك القطاع الخاص في تحمل مسؤولية التنمية كواجب وطني وليس فقط كرافد استثماري لتحقيق الأرباح.
 - لجوء المستثمرين إلى تأسيس الشركات الخاصة الصغيرة بدلا من النظر إلى أهمية تأسيس الشركات المساهمة العامة ذات الأحجام الكبيرة والاستفادة من هذا النوع من الأشكال القانونية للشركات.
 - تمركز العديد من الشركات المساهمة العامة في قطاعات محددة على رغم التشبع الواضح لتلك القطاعات وهذا ما نتج عنه عدم تنوع فرص الاستثمار وتكرار وتعدد المشاكل التي تعاني منها الشركات في السوق الواحدة.

4.3.2.4. المعوقات المؤسسية

- وتتمثل هذه المعوقات في ضعف أو قلة المؤسسات المالية التي تشكل الإطار المؤسسي الذي تعمل من خلاله الأسواق المالية العربية ومن أهمها: [96] ص 75-76
- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بمهام ترويج الإصدارات الجديدة.
 - انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق التي تضطلع بمهمة تحقيق توازن منظم ومستمر بين عرض الأسواق المالية والطلب عليها.
 - عدم كفاءة وقدرة السماسرة في إعطاء المشورة للمستثمرين الراغبين في شراء الأوراق المالية وعدم إلمامها بمهنة السمسرة وفي التعامل بالأوراق المالية.
 - سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في الأسواق المالية ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري لعدم توافر الوعي الاستثماري بين المتعاملين.
 - قلة أعداد الشركات المساهمة التي تقوم عليها السوق المالية مما يؤدي إلى محدودية العرض، وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية في معظم هذه الأسواق بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة كذلك حيازة الحكومات العربية لنسب كبيرة من أسهم الشركات المساهمة وحرمان السوق المالية منها.
 - قصور مهنة تدقيق الحسابات وضعف الإفصاح المالي عن المعلومات المالية للشركات.
 - ضعف شبكة الاتصالات بين الدول العربية وذلك بسبب تفاوت مستوى تطور الأسواق المالية العربية من الناحية الفنية.

5.3.2.4. المعوقات النقدية والمالية

الترباط المباشر بين الأسواق المالية العربية، وبالتالي تأمين انسياب رؤوس الأموال العربية فيما بينها لا يبدو أمرا واقعا في ظل سياسات مالية ونقدية تتسم بعدم الاتساق، بل والاختلاف الكبير، خاصة من حيث سياسات الصرف الأجنبي وأسعار الفائدة ومعدلات التوسع النقدي، وبالتالي من حيث معدلات التضخم السائدة. [113] ص 182

وهكذا يبدو واضحا أن الأسواق المالية في الدول العربية تعاني من القصور إلى جانب محدودية قنوات الاتصال فيما بينها، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب أهمها: [96] ص 76-77

- قلة أعداد الشركات المساهمة التي تقوم عليها السوق المالية.
- قصور الأطر القانونية المنظمة للأسواق المالية وتداول الأوراق المالية، مما يحد من سيولة الأوراق المالية وإقبال المستثمرين على اقتنائها.
- محدودية العرض وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية في معظم هذه الأسواق بما يتناسب مع احتياجات المتعاملين فيها بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة، ويعزي ذلك إلى سيطرة بعض الجهات على نسب عالية من أسهم الشركات وعدم طرحها للاكتتاب العام.
- ضآلة الطلب على الأوراق المالية لأسباب عديدة منها انخفاض العائد الصافي على هذه الأوراق بنسبة إلى أسعار الفوائد لدى البنوك التجارية أو الأرباح الناتجة عن الاستثمارات الأخرى البديلة.
- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية، وترويج الإصدارات الجديدة.
- غياب دور مؤسسات صناعة الأسواق لضمان توافر الاستعداد لبيع وشراء أوراق مالية محددة في كل الأوقات، الأمر الذي يعتبر مكملا وحافزا لنشاط الأسواق الثانوية.
- ضعف الوعي الاستثماري، أو قصور الجهود المبذولة لتطويره، مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري.
- قصور مهنة تدقيق الحسابات والرقابة في معظم الدول العربية أو ضعف الإفصاح المالي عن المعلومات المالية للشركات ونشرها وتحليلها بالسبل الكفيلة بيبث الثقة وتحقيق العدالة بين المتعاملين.
- وجود قيود تشريعية على تبادل تسجيل وتداول الأوراق المالية بين الأسواق المالية العربية.
- قلة انفتاح أسواق الدول المصدرة لرأس المال من الخارج إلى الداخل، مع ضيق منافذ الاستثمار فيها مقارنة بالموارد المتوفرة لديها.
- انغلاق أسواق الدول المستوردة لرأس المال من الداخل إلى الخارج، مع افتقارها إلى الموارد المالية من العملات الأجنبية وحرصها على توطين ما هو موجود بالداخل.

- عدم استفادة الدول العربية المستوردة لرأس المال من الفوائض المتوفرة لدى الدول العربية المصدرة لرأس المال، وذلك لسببين المنافسة القوية التي تفرضها الأسواق المالية الدولية والتي تنسم بدورها بالاتساع والعمق وارتفاع العائد. ومحدودية تأثير الحوافز التي تقدمها أسواق الدول العربية المستوردة لرؤوس الأموال.

3.4. تجربة الربط بين الأسواق المالية العربية

حظي موضوع تطوير وربط الأسواق المالية العربية باهتمام خاص في اتفاقية إنشاء صندوق النقد العربي. ولذلك حرص الصندوق على توفير الدعم اللازم لهذه الأسواق في إطار هذا المشروع. وفي هذا الإطار، تمكنت الأسواق المالية العربية من تحقيق خطوات ايجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية.

وعلى هذا الأساس، تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- إسهامات صندوق النقد العربي؛
- اتفاقيات الربط بين الأسواق المالية العربية؛
- آثار اتفاقيات الربط.

1.3.4. إسهامات صندوق النقد العربي

من المهم في هذا المجال أن تتوافر آليات مناسبة للسعي نحو تطوير وربط وتنسيق الأسواق المالية العربية وأن الجهة التي يمكن أن تأخذ على عاتقها تطوير الأسواق المالية العربية والربط فيما بينها هي صندوق النقد العربي.

1.1.3.4. إستراتيجية عمل صندوق النقد العربي

تقوم إستراتيجية صندوق النقد العربي لتطوير وربط الأسواق المالية العربية على النحو الموالي:

[96] ص78

حيث نصت اتفاقية التي تم التوقيع عليها عام 1976 بأن من أهداف الصندوق تطوير الأسواق المالية العربية ولتحقيق هذا الهدف، وضع الصندوق عام 1981 استراتيجية لمدة ثلاث سنوات لتطوير الأسواق المالية العربية، وتضمنت هذه الإستراتيجية تقديم المعونة الفنية ودعم الأسواق المالية العربية تمهيدا لقيام سوق إقليمية عربية للأوراق المالية.

ومنذ إستراتيجية تطوير الأسواق المالية العربية والصندوق يبذل جهوده في هذا المضمار، فقد عقدت ندوة عام 1984 حول الأسواق المالية في الدول العربية التي أكدت على أهمية تطوير الأسواق المالية العربية كخطوة أولية وأساسية لتطوير سوق مالية عربية، كما عمل الصندوق دراسات متخصصة حول إمكانية تداول أسهم الشركات الخليجية المشتركة في دول مجلس التعاون الخليجي.

وفي عام 1987 بدأ الصندوق بتنفيذ المخطط الكلي الشامل لتطوير الأسواق المالية وتوثيق الربط فيما بينها على الأمد الطويل وتقوم استراتيجية تطوير وربط الأسواق المالية العربية على أساس تطوير كل الأسواق المالية العربية لكل بلد على حدى، كذلك التقريب التدريجي بين الأسواق المالية العربية من خلال تبادل الإصدارات من الأسهم والسندات لتهيئة الظروف المناسبة فيما بعد للربط بين الأسواق المالية العربية.

ومن أجل ذلك فقد تبنى صندوق النقد العربي برنامجا لعمله يتكون من العناصر الآتية: [96]

ص78-79

- إجراء مسح ميدانية للأسواق المالية العربية للتعرف على أوضاع تلك الأسواق للخروج بتوصيات عملية محددة للتطوير والتنسيق، حيث قام الصندوق بإجراء مثل هذه المسوحات في عدة دول عربية.

- إنشاء قاعدة بيانات حول نشاط الأسواق المالية العربية لتمكن الصندوق من تحديث معلوماته باستمرار وبشكل منتظم عن أوضاعها، ثم القيام بالدراسات الدولية لتحليل تلك الأوضاع ونشر المعلومات لدعم الوعي الاستثماري في البلاد العربية.

ومما يذكر بأنه قد تم الاتفاق بين الصندوق ومؤسسة التمويل الدولية للتعاون المشترك على إنشاء نظام قاعدة البيانات للأسواق المالية العربية بمقر صندوق مدينة أبو ظبي. حيث يمكن هذا المشروع الصندوق من نشر بيانات الأسواق المالية العربية بصفة دورية على المستويين العربي والعالمي.

- تقديم المعونة الفنية وفقا لاحتياجات الأسواق المالية المختلفة، حيث تركز استراتيجية المعونة التي يقدمها الصندوق للدول العربية الأعضاء على:

- تنسيق وتوجيه الأنظمة المعمول بها في الأسواق المالية القائمة حاليا بالدول العربية وتطوير أعمالها ورفع كفاءة أدائها في القيام بدور الوساطة المالية المحلية وذلك بالتعاون مع اتحاد البورصات العربية.

- مساعدة الدول الأعضاء التي تفتقر إلى أجهزة الوساطة المالية المناسبة على إنشائها وتطويرها لتواكب متطلبات التنمية الاقتصادية المحلية من جهة، والتكامل المالي والاقتصادي العربي المستهدف من جهة أخرى.
- إيجاد قنوات الاتصال بين الأسواق المالية العربية، بحيث يمكن أن يتم في بعضها على الأقل تبادل إصدارات البلد الأخرى من الأسهم والسندات في ظل قوانين وإجراءات متناسقة مع تلك التي تحكم الأسواق الأخرى.
- تطوير أدوات الاستثمار المعروفة بالأسواق المالية العربية وتنويعها وتطوير جانبي العرض والطلب على تلك الأدوات، هذا فضلا عن تطوير الأنظمة القانونية لضمان انسياب رؤوس الأموال بين الدول العربية.

2.1.3.4 نشاط صندوق النقد العربي

- من منطلق إدراك صندوق النقد العربي لأهمية ومحورية دور الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية، ومن أجل تطوير الأسواق المالية العربية فقد باشر الصندوق ما يلي: [96] ص 79-81
- تنفيذ برنامج عمل متوسط المدى يهدف إلى استحداث وتوفير الأدوات والآليات اللازمة لتطوير تلك الأسواق، وتمهيد الربط فيما بينها، وذلك أنشأ الصندوق قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية لجمع المعلومات والإحصاءات الموثوقة عن نشاط تلك الأسواق، وإعداد مؤشرات أدائها، ونشرها بصفة دورية منتظمة بهدف تنمية الوعي الاستثماري في هذه الأسواق وتفعيل دورها التنموي في الاقتصاد، وتمكين المستثمرين فيها من اتخاذ القرار السليم والرشيد.
 - المساهمة في إنشاء شركة تقييم الملائمة الائتمانية في الدول العربية في نوفمبر 1996 بالتعاون مع الوكالات الأوروبية للتصنيف الائتماني ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي، وأسست الشركة فرعا في تونس (شركة المغرب للتقييم) واستكملت إجراءات تأسيس ثاني شركة تابعة لها في مصر (شركة النيل لتقييم وتصنيف الأوراق المالية). وتعد هذه الشركة بمثابة آلية لتوفير نظام موحد لتقييم وتصنيف الجهات المصدرة للأوراق المالية في الأسواق العربية وأدوات الدين الصادرة عنها مما يسمح بالمقارنة بينهما على أسس موضوعية.
 - إجراء دراسة جدوى مشروع لإنشاء نظام للمقاصة وتسوية المدفوعات في الأسواق المالية العربية، حيث يمثل غياب هذه الآلية أحد العوامل المؤدية إلى بطء وتأخير تصريف المعاملات في تلك الأسواق، وبالتالي إحدى عقبات تنميتها وسرعة تطورها.

وللقيام بمثل هذه المهام يركز الصندوق على تنسيق الجهود العربية المختلفة، والتعاون على رصد وتجميع الخبرات الضرورية لتطوير الأسواق المالية العربية، بما في ذلك متابعة التقنيات الحديثة لتعبئة الادخار، وطرق الإصدار المتنوعة، وعمليات التسويق وطرق التسوية والتحويلات والسبل الحديثة لتنظيم المعلومات وتوصيلها إلى المستثمرين، وعمليات المحاسبة والتدقيق.

كما يقدم هذه الخبرات للدول الأعضاء مع مراعاة انسجامها مع الرؤية المتكاملة لإستراتيجية عمل الصندوق والتي تعتمد على ثلاثة مرتكزات:

- تطوير هياكل الأسواق المالية لكل بلد عربي على حدة مع محاولة جعل القوانين والإجراءات المستخدمة في كل بلد عربي منسجمة ومتوافقة مع بقية البلدان العربية الأخرى، خصوصا فيما يتعلق بتشريعات الأسواق وقوانين الشركات وإجراءات المحاسبة والتدقيق وتقارير الأوضاع المالية وغيرها.
- تهيئة الظروف لربط الأسواق المالية بعضها ببعض ليتمكن كل بلد من طرح إصداراته في البلدان الأخرى أو بعضها، مع إعطاء الأحقية للمواطنين العرب من غير الدول المصدرة في تملك وتداول الأوراق المالية للشركات المحلية.
- السعي لإنشاء سوق مالية عربية إقليمية مكملة للأسواق الوطنية تهيأ لها البنية الأساسية اللازمة للتعامل على نطاق الدول العربية.

2.3.4. اتفاقيات الربط بين الأسواق المالية العربية

تعتبر تجربة الربط الثلاثي بين أسواق مصر والكويت ولبنان هي أفضل إنجاز، ويرجع الفضل لذلك للجهود التي بذلت من قبل اتحاد البورصات العربية في الفترة التي تلت تأسيسه وقد تركزت على توسيع قاعدة العضوية وتشجيع قيام بورصات عربية جديدة ونشر الوعي التوظيفي بين المواطنين العرب وتبادل المعلومات والبيانات بين الأعضاء وعقد ندوات متخصصة للعاملين في الأسواق المالية لاسيما في مجال تذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار العربي وذلك عن طريق تنسيق وتوجيه القوانين والأنظمة المعمول بها في قطاع الأوراق المالية.

1.2.3.4. مراحل محاولات الربط

وفي مجال الربط بين الأسواق المالية العربية ومراحل العمل في هذا الاتجاه نرصد مرحلتين:

- المرحلة الأولى والتي امتدت خلال الفترة 1987-1992، وركزت الجهود في تلك الفترة على تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات العربية بين الأسواق الأعضاء وقد اتضح صعوبة تبادل التسجيل كآلية للتعاون المشترك بين الأسواق نظرا لاختلاف شروط الإدراج من سوق لأخرى وغياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكاملة لدور السوق واختلاف مراحل التطور ومستوى النضج الاستثماري بين الأسواق، ولم يكن من اليسير تذليل العقبات التي تحول دون تبادل قيد الأسهم بين الأسواق المالية العربية.

- المرحلة الثانية، حيث جاءت هذه المرحلة نتيجة لأن المرحلة الأولى فتحت الطريق للبحث عن طريق آخر وانتهاج آلية جديدة لتحقيق الربط بين الأسواق المالية العربية لإيجاد آلية لتداول الأوراق المالية الصادرة والمسجلة في أي سوق عربية أخرى بأقل جهد ممكن وساعد ذلك المتغيرات المحلية والعالمية التي شهدتها عقد التسعينيات من القرن العشرين من تحرير وعولمة مالية وأصبح هناك إمكانية لتبني آلية جديدة للربط بين الأسواق المالية العربية سواء على المستوى الثنائي أو الثلاثي.

2.2.3.4. أهم اتفاقيات الربط

ولقد ظهرت توجهات جادة نحو تطوير الأسواق المالية العربية لتواكب التطورات الاقتصادية العالمية والنظم المتبعة في نظيراتها بالدول المتقدمة، ومن هذه التوجهات عقد الاتفاقيات بين هذه الأسواق العربية في نهاية 1996 ومن ذلك: [68] ص 38-39

- الاتفاق الذي عقد في 1996/12/22 بين ثلاث أسواق عربية للأوراق المالية هي مصر والكويت ولبنان، والذي بدأ تنفيذه في يناير 1997، والذي يعد الأول من نوعه لربط أسواقها المالية، وحيث يعد بمثابة نواة لربط الأسواق العربية.

إن هذا الاتفاق من شأنه أن يؤدي إلى توسيع نطاق السوق، ويسمح للمواطنين العرب بشراء أسهم شركات مطروحة للبيع في أي دولة من الدول الثلاث، بما يزيد حجم الأموال المتداولة في الأسواق المالية.

وسيتيح الاتفاق أيضا أمام المستثمرين العرب والأجانب فتح سوق مالية ضخمة، كما سيتيح الفرصة أمام الشركات لزيادة رأس مالها من خلال مستثمرين جدد، وبلورة التعاون العربي المشترك إلى واقع ملموس في عدة اتجاهات.

- الاتفاقية الثلاثية الموقعة في 1996/12/25 للإدراج المشترك في أسواق الأوراق المالية في كل من سلطنة عمان والبحرين والكويت، في خطوة تعد مدخلا لإنشاء سوق مالية خليجية مشتركة تعود على كافة المستثمرين بالفائدة.

إن هذا الإدراج بين أسواق هذه الدول الثلاث من شأنه أن يحقق:

- تقييما عادلا للورقة المالية التي ستخضع للتقييم في ثلاث أسواق بدلا من سوق واحدة، الأمر الذي سيؤدي إلى المزيد من الشفافية، وتوسيع دائرة الإفصاح المعلوماتي الذي هو القاعدة الأساسية لأي قرار استثماري سليم وأي السعر سيتم الاتفاق حوله بين البائع والمشتري من خلال الآليات المتاحة بالأسواق أخذا في الاعتبار الفروق بين عملات الدول الثلاث.
- السماح بتسييل الورقة المالية في ثلاث أسواق سواء عند طرحها أو عند تداولها.
- الترابط المصلي بين مواطني الدول الثلاث حيث سيهتم المواطنون في كل منها بالاستقرار من مختلف جوانبه الأمر الذي يعزز الفوائد والمنافع المشتركة.

- اتفاقية التعاون المشترك بين أسواق الأردن والبحرين في أكتوبر 1997، وقد سجلت هذه الاتفاقية بين سوق عمان وسوق البحرين للأوراق المالية خطوة هامة على طريق تحقيق التقارب والتنسيق بين الأسواق المالية العربية في مجال الاستثمار، وهي تأتي لكي تساهم في تشجيع الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الأردنية والبحرينية، وتسهيل إجراءات التعامل لمواطني البلدين وتغطي الاتفاقية عدة جوانب أهمها الإدراج المشترك للأوراق المالية في كلا البلدين في السوقين الأولية والثانوية، تعاون الوسطاء في البورصتين، التقاص والتسوية، تبادل المعلومات والإفصاح عنها والنظر في المنازعات التي تنشأ بين الأطراف المشاركة في الاستثمار.

3.3.4. آثار اتفاقيات الربط

ولقد تبلورت جهود اتحاد البورصات العربية في تأسيس مشروعين هامين وهما المؤسسة العربية للتقاص وشبكة المعلومات المالية. [114] ص 170

1.3.3.4. بالنسبة للعلاقات الاقتصادية

لاتفاقيات الربط بين الأسواق المالية العربية على العلاقات الاقتصادية العربية آثارا نوجزها

فيما يلي: [96] ص 83-84

- اجتذاب مستثمرين جدد ومن ثم توسيع القاعدة الاستثمارية للأسواق التي تم ربطها.
- تحرير حركة انتقال رؤوس الأموال الثلاثة وتشجيع الاستثمار المشترك واجتذاب رؤوس الأموال سعياً لتنمية الفرص الاستثمارية المناسبة.
- المساهمة في تطوير العمل بتلك الأسواق من خلال تبادل الخبرات الفنية واستخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة.
- توسيع وتنويع قاعدة الأدوات الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين وإمكانية تطوير المزيد منها بما يتناسب واحتياجات المستثمرين.
- أوجدت هذه الاتفاقية تعاوناً حقيقياً وفعالاً بين شركات الوساطة العربية والعاملة في الأسواق الثلاثة.
- زيادة نشاطها من خلال وجود طلب جديد من قبل المستثمرين في الأسواق الأخرى مما يترتب عليه زيادة مداخيلهم المالية.
- المساهمة في تطوير مهنة الوساطة حتى تتمكن من تلبية احتياجات المستثمرين في الأسواق الأخرى وتوفير المعلومات عن الشركات التي يرغب عملائهم في شراء أسهمها.
- وفرت هذه الاتفاقية مجالاً أوسع للمستثمرين في الأسواق للاختيار بين الفرص الاستثمارية المتاحة مع كفالة حرية تحريك أموالهم بين الأسواق الثلاثة، وضمان تسوية حقوقهم والتزاماتهم من خلال شركات المقاصة في الدول الثلاثة دون حاجة للانتقال إلى الدول الأخرى.
- ساعدت على توفير المعلومات والبيانات المالية عن الشركات المدرجة في الأسواق الثلاث، كما يتاح للمستثمرين في تلك الأسواق الاطلاع بشكل يومي على بيانات التداول والأسعار.
- فتح المجال أمام القطاع الخاص في هذه الدول للقيام بدور أكبر في تمويل التنمية الاقتصادية فيها من خلال تكوين شركات مشتركة برؤوس أموال ضخمة تطرح أسهمها في الأسواق الثلاث.

2.3.3.4. بالنسبة للجوانب المؤسسية

يمكن اعتبار الاتفاقية الثلاثية الإطار التنظيمي لنواة السوق المالية العربية المشتركة التي سوف تتعزز باستعمال الجوانب المؤسسية لها من خلال: [96] ص 84-87

1.2.3.3.4. المؤسسة العربية للتقاص

تصانفت جهود الخبراء العرب في إطار اتحاد البورصات العربية لإعداد مشروع قانون متكامل والبدء باتخاذ الإجراءات القانونية للحصول على الترخيص اللازم لإنشاء مؤسسة التقاص وقد اقترن ذلك بموافقة مجلس النواب اللبناني على مشروع قانون المؤسسة بتاريخ 1999/10/26، وصدر القانون رقم 38 لعام 1999 بإنشائها كشركة (مساهمة) لبنانية مقرها بيروت، وحدد اختصاصاتها كما يلي:

- عمليات التفاضل بين الأسواق المالية العربية.
- عمليات التحويل والتسوية النقدية.
- فتح الحسابات بغرض الاستثمار في الصكوك والأدوات المالية المختلفة.
- تقبل إيداعات الصكوك والأدوات المالية المختلفة وترويجها والاكتتاب فيها.
- تمثيل هيئات التفاضل العربية في تعاملها مع هيئات التفاضل الدولية.
- التنسيق بين هيئات التفاضل العربية بما يساعدها على تأدية عملها محليا وخارجيا.
- المساعدة على قبول الإصدارات التي تتم بين الأسواق المالية العربية وإدارة العمليات الناتجة عنها والمساهمة في أية شركة أو مؤسسة تقوم بمهام متشابهة لمهامها.
- عمليات إقراض الصكوك والأدوات المالية.
- العمليات الائتمانية بصفة مؤتمن لصالح مؤسسيها ووفقا للقواعد والأسس المحددة في القوانين المرعية.

ونظرا لتشعب هذه الاختصاصات والمهام التي أكلها القانون لمؤسسة التفاضل كان لا بد من تحديد نشاط المؤسسة في بداية عملها ولذلك عقد مجلس اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية اجتماعا استثنائيا بالقاهرة للنظر في الإجراءات التنفيذية لقيام المؤسسة وتحديد رأسمالها ونشاطها وانتهى إلى القرارات الموالية:

- الموافقة على تأسيس المؤسسة العربية للتفاضل برأسمال قدرة خمسة ملايين دولار أمريكي كحد أدنى.
- توزيع رأس المال المبدئي (خمسة ملايين دولار) بالتساوي بين الدول العشر الأعضاء في اتحاد البورصات بنصف مليون دولار لكل عضو ويترك لكل دولة تقسيم الاكتتاب بين مؤسساتها الأعضاء في الاتحاد وشركات المقاصة والحفظ المركزي وشركات الوساطة.
- تحدد الفترة الزمنية لتحديد رغبة وحصصة كل دولة بالاكتتاب حتى آخر شهر سبتمبر سنة 2000.
- يحق لكل دولة تنضم للاتحاد مستقبلا في الحصول على عضوية المؤسسة وتحدد مساهمتها بنصف مليون دولار.

أما نشاط المؤسسة في بدايات عملها فقد حددها مجلس الاتحاد في المقاصة والتسوية للعمليات المشتركة التي تتم بين الأسواق المالية العربية، والعمل كمرکز إيداع بالنسبة لأسواق الأوراق المالية، وتسهيل عمليات قيد وتداول أوراق الشركات العربية من خلال إصدار شهادات إيداع عربية تسجل في

الأسواق المالية العربية ويجري عليها التداول، وتسجيل عمليات الاكتتاب للشركات العربية في الأسواق المالية العربية.

2.2.3.3.4. شبكة المعلومات المالية

أما بالنسبة لشبكة المعلومات المالية فقد تبني اتحاد البورصات العربية مشروع شبكة المعلومات المالية الذي قام أولاً بين الأسواق الخليجية، ويهدف المشروع إلى ربط الأسواق المالية العربية من أجل زيادة فاعلية التداول والتعامل بين هذه الأسواق وتنشيط التعاملات المالية بين الأسواق المشاركة، وتوفير قاعدة بيانات حية لجميع المتعاملين في الأسواق مما يزيد من عمقها واتساعها وجذب مستثمرين إليها، ويقوم نظام الشبكة بتوفير خدمة تبادل الأوامر الآلي بين وسطاء الأسواق المشاركة بهدف تيسير وتفعيل تبادل الاستثمار بين هذه الأسواق وتوسيع قاعدة التداول بينهم، ويوفر مشروع الشبكة فوائد ومزايا على مستوي السوق تتمثل فيما يلي:

- الانتشار والامتداد الإقليمي والعالمي لكل سوق وتوسيع أنشطة الاستثمار فيها وامتدادها إلى كافة الأسواق العربية والعالمية.
- توفير حجم بيانات حية ودقيقة عن جميع أنشطة الاستثمار في كل سوق مما يتيح لمسؤولي السوق المالية دراسة أداء السوق ومقارنته بأسواق عربية أخرى، كما توفر الشبكة معلومات غير مباشرة عن الأسواق تتضمن على سبيل المثال كافة المعلومات المالية عن كل شركة مدرجة.
- سهولة ومرونة مراقبة التداول بين الأسواق الأعضاء وتوفير بيانات ومعلومات حديثة وسريعة عن كافة الشركات المدرجة والوسطاء المعتمدين في السوق واتخاذ القرارات السليمة التي تهدف إلى زيادة كفاءة السوق.
- زيادة العمق الاستثماري لكل سوق، وتوسيع حجم وقاعدة التداول على المستوي المحلي والإقليمي والدولي، وتفعيل التداول المتبادل بين الأسواق المشاركة في المشروع.
- رفع كفاءة مستويات الشفافية والإفصاح في السوق، والحد من عملية انتشار المعلومات الداخلية وتسريب الإشاعات عن أداء الشركات في كافة الأسواق العربية.
- ستوفر الشبكة العربية المعلومات المالية للوسيط والمستثمر فوائد عديدة وتهيئ لهما القدرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على معلومات وتقارير عملية تساهم في رفع درجة الدقة والكفاءة في تلك القرارات فضلاً عن السرعة والسرية.

خلاصة الفصل الرابع

تحتاج الأسواق المالية العربية إلى المزيد من التطوير في معظم البلدان العربية لاسيما في ظل الاتجاه إلى تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي والخصوصية التي يمكن نجاحها في وجود أسواق مالية قوية، ويتطلب ذلك اتخاذ جملة من الإجراءات تتمثل في تعزيز عرض أدوات السوق وتشجيع الطلب عليها وتطوير البنية المؤسسية والتنظيمية الأساسية، من شأنها أن تؤدي إلى زيادة حجم التعامل، وتحقيق نوع من الاستقرار في أسعار التداول، ومنع أي مضاربات غير اقتصادية قد تحمل مخاطر جسيمة تؤدي إلى فقدان الثقة.

وفي هذا الإطار، فإن تنمية ربط الأسواق المالية العربية، وإيجاد قنوات الربط فيما بينها يتطلب اتخاذ عددا من الإجراءات الإصلاحية لتطوير هذه الأسواق ورفع كفاءتها من خلال إعادة النظر في الأطر التشريعية والتنظيمية والمؤسسية، إلى جانب تبني السياسات المالية والنقدية السليمة لتفعيل دور المؤسسات المالية العربية في تعزيز انسياب الموارد المالية عبر الأسواق المالية العربية، وتطوير وتوحيد النظم والمعايير المحاسبية والإفصاح المالي، وإنشاء شبكة اتصالات ومعلومات عربية متطورة وتحسين المناخ الاستثماري، من شأنه أن يسهم بدرجة ملحوظة في رفع كفاءة الأسواق العربية وزيادة الترابط فيما بينها لتغدو أكثر قدرة على الابتكار والإبداع لمواكبة المستجدات والتطورات في الأسواق الدولية.

ويعد الوضع المتمسم بغياب الربط بين الأسواق المالية العربية، انعكاسا مباشرا لعدة عوامل منها الاختلاف العريض في مستويات التطور، والمعوقات التشريعية المطبقة على نشاطها، وانعدام الوساطة الإقليمية المناسبة، وقلة المعلومات الموثوقة والمنتظمة.

إلا أن ذلك لم يمنع الأسواق المالية العربية من تحقيق خطوات ايجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد اتفاقيات الثنائية والثلاثية وأبرزها الاتفاقيات الموقعة بين أسواق الكويت والبحرين وعمان، والاتفاقية الموقعة بين سوقي البحرين والأردن، والأخرى الموقعة بين أسواق الكويت ولبنان ومصر. وتهدف هذه الاتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم وتسهيل عمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات. كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك.

خاتمة

الأسواق المالية هي الوجه الحديث للاقتصاد المعاصر، وإن لقيام سوق مالية نشطة وقوية، في دولة ما، دور رئيسي وفعال في دعم نموها الاقتصادي عامة. فهي تشجع على تنمية الادخار وتوجيهه إلى الاستثمار المنتج، كما تساعد على تحقيق الكفاءة في أسلوب توزيع الموارد المالية. فالأسواق المالية تعد بطبيعتها المصدر الأساسي لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل.

وتعتبر السوق النقدية مصدرا للأموال قصيرة الأجل، وتعد سوق رأس المال مصدرا للأموال طويلة الأجل، وهذه الأخيرة تقسم إلى سوق أولية وسوق ثانوية. ويتضح أن سوق الأوراق المالية من أهم مكونات السوق المالية، لما لها من دور بالغ الأهمية في التطور الاقتصادي.

كما تعتبر الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، خاصة الأسهم والسندات السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في الأسواق المالية. بالإضافة إلى أدوات أخرى مستحدثة، حيث تمثل حلولا إبداعية لمشاكل تمويلية والتحوط في بيئة تزداد فيها المخاطر وعدم اليقين. وتضمن سير وتنظيم السوق المالية هيئات وأطراف متدخلة فيها وتتكون السوق من ثلاثة أركان رئيسية هي أصحاب الفائض وأصحاب العجز وكذا الوسطاء، ويتم التعامل فيها وفقا للعمليات العاجلة أو الآجلة، وبناء على أوامر الشراء أو البيع.

إن إقامة سوق للمالية يستوجب ضرورة توفير عدد من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق. كما تتباين كفاءة السوق وفقا للمعلومات الخاصة بها، حيث يوجد الصيغة الضعيفة والمتوسطة والقوية وهناك مجموعة من المؤشرات تهتم بقياس درجة تطور السوق، منها حجم السوق ومعدل الرسملة ومؤشر السيولة.

إن حاجة الدول العربية إلى حشد المدخرات ورفع حجم التدفقات الاستثمارية وجذب رأس المال الأجنبي في شكل مساهمات بعيدة عن الزيادة في أعباء المديونية الخارجية وتوظيفها بالنسبة لدول الفائض تعتبر أهم الدوافع لقيام الدول العربية بالعمل على تطوير أسواقها المالية. وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة عن الإشكالية تم التوصل إلى النتائج التي يمكن سرد أبرزها مع التذكير بمدى تحقق الفرضيات الموضوعية وفق النقاط الموالية:

- تعتبر الأسواق المالية العربية حديثة في حد ذاتها، فحتى العريضة منها مصر، المغرب وتونس لم يبرز دورها لحيز الوجود في الواقع وتتخذ المكانة المنوطة بها، ولقد ظل الدور الذي تؤديه ضعيفا، حيث تحتل مكانا هامشيا وفي أولى مراحل تطورها. إن لهذه الأسواق جميعها خصائص أساسية في كونها أسواق نامية تفنقر إلى عراقة التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وصغر حجم السوق وضيق نطاقها واستحواد المؤسسات المالية والبنوك على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية. وكونها أسواقا صغيرة نتيجة صغر حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي وضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يعبر عنه بعدد الشركات المقيدة، وكذلك نقص حجم أوامر الشراء.

- تتميز الأسواق المالية العربية بارتفاع درجة تركيز التداول في عدد محدود من الأسهم وتركيز المتعاملين على الاحتفاظ بأسهم الشركات الواعدة وانخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة لاسيما أسهم القطاع العام، وتتصف كذلك بضعف الفرصة المتاحة للتنويع وهو ما يضع قيودا على المستثمرين لتنويع محافظهم المالية ويزيد درجة المخاطر، وأيضا تتسم بضعف سيولة الأسواق من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم، والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية مما يعرض المتعاملين لخسائر مرتفعة، وأن هذه السمات انعكست على الأداء العام لهذه الأسواق.

وعليه، تتسم الأسواق المالية العربية بعدد من السمات العامة أهمها المحدودية الشديدة وعدم العمق وضعف الاستجابة مما يجعلها تبتعد عن الكفاءة بمفاهيمها المختلفة كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، ويتولد عن هذه الخصائص العديد من المشاكل والصعوبات التي تقلص من إمكانية تنمية وتطويرها بهذه الدول وهنا تتأكد صحة الفرضية الجزئية الأولى.

- نتيجة لهذه الجهود، شهدت الأسواق المالية العربية تطورا ملحوظا شمل جوانبها المختلفة بما في ذلك التشريعية والتنظيمية أدت إلى إرساء بنية لهذه الأسواق يجري تطويرها بصورة متواصلة. وفي مجملها، استهدفت 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 عمليات التداول وتعزيز الشفافية والإفصاح، بالإضافة إلى الارتقاء بكفاءة العاملين في مجال الأسواق المالية.

- لقد انعكست الإصلاحات التي خضعت لها الأسواق المالية العربية على أداء هذه الأسواق، وذلك من خلال قيمة التداول وعدد الشركات المدرجة وسرعة دوران الأسهم والقيم الرأسمالية للسوق. كما شهدت أنظمة التداول تحسناً نوعياً في عدد من الأسواق المالية العربية من خلال اعتماد التداول الإلكتروني.

وعلى الرغم من الجهود المضنية التي بذلت بهذا الخصوص، فإن تلك الأسواق بقيت تعاني من أوجه قصور عديدة تحد من قدرتها على القيام بالدور التمويلي والتنموي المنوط بها. كما أن أداءها يكشف أنها تتميز بسمات وتتاثر بمجموعة من المعوقات التي أسهمت بتأطير وضعها.

- واجهت أغلب الأسواق المالية العربية مجموعة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي اعترضت نموها، وقلصت من كفاءة أدائها ومن قيامها بدورها على أفضل وجه، تتمثل في قلة المعروض من الأدوات المالية، وتراخي الطلب عليها في السوق وتخلف الأطر القانونية والتنظيمية والمؤسسة ومنافسة الوسائل البديلة لتمويل الاستثمار في الموجودات المادية. حيث تعتبر الأسواق المالية العربية ضيقة المجال وقليلة العمق ومنغلقه عن المستثمرين الأجانب مما لا يترك مجالاً لتدفق رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار فيها.

- بما أن الأسواق المالية العربية تتميز بضيق السوق في كل من جانب العرض والطلب، فإن عملية تطوير حجم السوق تتطلب تحفيز جانب الطلب على الأوراق المالية من جهة وتنشيط جانب العرض من جهة أخرى. وإن قدرة هذه الأسواق على القيام بدورها بفاعلية وكفاءة مرهونة بقدرتها على تطوير حجم السوق وتدعيم بنيتها المؤسسية والتنظيمية.

- إن نجاح الأسواق المالية العربية، يظل مرهوناً باكتمال مجموعة من المتطلبات الأساسية لإنشاء الأسواق المالية، وأهم هذه المتطلبات هي:

- استقرار سياسي ومستوى مناسب ومعقول للتوازنات الاقتصادية الكلية.
- كم مناسب من المدخرات.

• إطار تشريعي متكامل ومرن.

• سياسات ملائمة لتحفيز عرض الأوراق المالية والطلب عليها.

وهنا تتأكد صحة الفرضية القائلة بأن تطوير الأسواق المالية العربية يظل مرهونا باكتمال مجموعة من المتطلبات الأساسية ومرتبطا بتحديث النظم والتشريعات والمؤسسات وتوافر المعلومات والإفصاح والشفافية.

- التأكيد على أهمية الربط بين الأسواق المالية العربية وتوسيعها لتشمل أكبر عدد ممكن منها، حيث صار خيار الربط حتميا في ظل الظروف التي تمر بها الأسواق المالية مع توسيع ظاهرة العولمة المالية والتي أصبحت تشكل تهديدا لواقع الأسواق المالية العربية إذا لم يتم تحقيق الربط والتعاون بشكل أشمل بما يمكنها من مواجهة هذه المتغيرات ويزيد قدرتها التنافسية في ظل وجود تكتلات اقتصادية عالمية قوية.

- لقد أولى صندوق النقد العربي موضوع تطوير وربط الأسواق المالية العربية أهمية خاصة، ويسعى الصندوق من خلال برنامج عمله في هذا الميدان إلى دعم جهود الدول الأعضاء في إنشاء وتطوير أسواقها المالية المحلية لتواكب متطلبات التنمية الاقتصادية، والمساهمة في تنسيق وتوحيد الأنظمة المعمول بها في الأسواق القائمة والمزمع إنشاؤها في الدول العربية وتطوير إطاراتها ورفع كفاءة أدائها. كما يهدف إلى إيجاد قنوات الاتصال بين هذه الأسواق والإعلام عنها من خلال قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية.

- إن ربط الأسواق المالية العربية يتطلب مزيدا من التجانس التشريعي واعتماد مقاييس وشروط موحدة للإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية وتبني أسسا موحدة للمحاسبة والتدقيق، وتوفير إجراءات الحماية للمتعاملين والعقوبات للمخالفين.

- وحول موضوع التعاون المشترك بين الأسواق المالية العربية من المهم الإشارة إلى وجود اتفاقيات ثنائية وثلاثية للربط بين الأسواق المالية العربية. وقد تجسد ذلك من خلال إنشاء المؤسسة العربية للتقاص وشبكة المعلومات المالية.

وبذلك تتأكد صحة الفرضية القائلة بأن الربط بين الأسواق المالية العربية وتكاملها ضرورة ملحة تقتضيها مصالحها المشتركة في عصر صارت فيه التكتلات الاقتصادية هي السمة الغالبة على النشاط الاقتصادي الدولي.

أما عن الفرضية العامة والقائلة بأنه تتميز الأسواق المالية العربية بجملة من الخصائص الأساسية وعدد من المشاكل والعوائق التي تواجهها. وبعد اختبار الفرضية العامة من خلال مختلف فصول هذه الدراسة، يمكن القول بصحة هذه الفرضية.

وبناء على النتائج المتوصل إليها، يمكن تقديم بعض الاقتراحات التي نراها ضرورية ومنها ما يلي:

- تحسين المناخ الملائم للاستثمار على نحو شامل ومتكامل وذلك من خلال إعادة النظر في كثير من التشريعات النقدية والمالية والاستثمارية، فلا يمكن قيام سوق مالية فعالة في ظل أوضاع استثمارية غير مناسبة.
- تعميق الوعي الادخاري والتوظيفي خاصة لدى صغار المدخرين وتعريفهم بفرص وإمكانيات الاستثمار في الأوراق المالية، وهذا يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي.
- توجيه اهتمام أكبر بالسوق الأولية وذلك من خلال تشجيع قيام شركات المساهمة ذات الأثر الإيجابي على الاقتصاد الوطني وتذليل الصعوبات القائمة في سبيل إنشائها، ومنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية وتبسيط الإجراءات الخاصة بتحويل عوائد الأسهم ونتاج تسهيلها إلى الخارج وضمان توزيع أسهمها على عدد أكبر من المدخرين بما يحول الشركات المساهمة المغلقة إلى شركات مساهمة عامة يتم إدراج وتداول أسهمها.
- العمل على أن يكون لبنوك الاستثمار دور مميز وأن تعتمد على المتخصصين في إيجاد فرص الاستثمار واستغلالها وتوسيع قاعدة السوق الأولية والأوراق المالية المصدرة والحيلولة دون التوسع في دور المصارف التجارية في تمويل المضاربين وزيادة الضغوط التضخمية على أسعار الأوراق المالية.
- تسهيل تسجيل وتداول الأدوات المالية في الأسواق المالية العربية.
- تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار والمؤسسات المالية الأخرى للاستثمار في الأوراق المالية.
- تطوير السوق الثانوية من خلال إنشاء مؤسسات صانعي السوق لامتصاص الخلل في آلية العرض والطلب.

- تحسين سيولة السوق باتباع استراتيجيات تستهدف خفض القيمة السوقية للأوراق المقيدة مثل تقسيم الأسهم إلى أسهم صغيرة القيمة والتوزيعات في صورة أسهم وخفض فترة تسوية الصفقات.
- تطوير وتنظيم نشاط الوساطة ورفع كفاءة العاملين فيها والارتقاء بنوع الخدمات التي تقدمها للمستثمرين ولاسيما المعلومات الحقيقية.
- تحديث وتطوير الأسواق المالية من خلال استكمال الأطر التشريعية والمؤسسية وإعادة النظر في التشريعات التي تحكم الأسواق المالية العربية وما يتصل بها، وخصوصا القوانين الخاصة بالشركات.
- توفير الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة التي لا تفيد الاقتصاد الوطني، وكذلك الإشهار التام عن أنشطة الشركات المساهمة المتداول أسهمها في السوق بما يسمح للمستثمرين من فهم كامل لاستثماراتهم وتقييم قراراتهم على أسس سليمة.
- معالجة مشكلة انخفاض عدد الأسهم الجيدة، من خلال الإسراع بربط الأسواق المالية العربية، وجذب المستثمر الاستراتيجي الذي لديه القدرة على تحسين أداء الشركة.
- إنشاء ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية مثل تأسيس صناديق الاستثمار المشترك وصناديق رأس مال المخاطر ومؤسسات ضمان وترويج الاكتتاب، مؤسسات تقييم المخاطر وغيرها وكذا تشجيع إقامة الشركات العربية المشتركة وطرح أسهمها للجمهور، وكذا إنشاء مؤسسة عربية مشتركة للوساطة المالية، حيث تقوم بتقديم الخدمات الاستثمارية في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية. بالإضافة، فإن إصدار أدوات مالية جديدة ومتنوعة يشكل في حد ذاته حافزا أساسيا لعرض الأوراق وتطوير الخيارات الاستثمارية المتنوعة للمستثمرين.
- تطوير نظم المقاصة والتسويات المعمول بها في الأسواق المالية العربية بما يتماشى مع المعايير الدولية، وتحسين النظم المحاسبية وتبني مقاييس موحدة للمحاسبة والتدقيق، وزيادة الشفافية وإيجاد نظام متكامل وموحد للإفصاح المالي على المستوى الإقليمي ودعم جهود شركات تقييم الملاءة الائتمانية في الدول العربية.
- التعجيل بتكامل الأسواق المالية العربية، ويتوقف ذلك على الإرادة السياسية القوية لتنفيذ الخطوات الرامية إلى الربط الإقليمي بين الأسواق المالية العربية.
- وتجدر الإشارة في الأخير إلى أن هذه الدراسة مكنت من تسليط الضوء عن واقع الأسواق المالية العربية والجهود المبذولة لتطويرها. وكغيره من الأبحاث يحتاج هذا البحث لجهود إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، لذلك هناك جوانب لم نتطرق إليها، يمكن أن تكون كمواضيع للدراسة والبحث مستقبلا، تدور حول:
- مدى ارتباط تطور الأسواق المالية العربية بالتجارة البينية.
- تحديات وفرص السوق المالية العربية المشتركة في ظل العولمة.

قائمة المراجع

1. حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشد، محمود العتيبي، "الأسواق المالية"، الشركة الدولية للخدمات المكتبية، دون طبعة، عمان، الأردن، (1995).
2. محمود يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2003).
3. رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعتز للنشر والتوزيع، طبعة 1، عمان، (2005).
4. محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، طبعة 2، عمان، الأردن، (1999).
5. Guy Caudamine, Jean Montier, "Banque et marchés financiers", Edition Economica, Sans édition, Paris, (1999).
6. Jean- Albert Collomb, "Finance de marché", Edition ESKA, Sans édition, Paris, (1999).
7. جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، طبعة 1، عمان، الأردن، (2002).
8. حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، طبعة 1، عمان، الأردن، (2004).
9. A. Choinel, G. Rouyer, "Les marchés financiers : structures et acteurs", Edition Revue Banque, édition 2, Paris, (1997).
10. خيري علي الجزيري، "مقدمة في مبادئ الاستثمار: الأسواق- الأوراق- المؤسسات المالية"، مكتبة عين شمس، دون طبعة، القاهرة، (2001).

11. ناجي جمال، "إدارة محفظة الأوراق المالية"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، طبعة 1، بيروت، لبنان، (1998).
12. حسن حمدي، "دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال"، دار الكتاب العربي، طبعة 1، دمشق-القاهرة، (2006).
13. عبد النافع الزرري، غازي فرح، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، دون طبعة، عمان، الأردن، دون سنة نشر.
14. رحيم حسين، "دور الأسواق المالية في عمليات الخوصصة في البلدان العربية"، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر، العدد 09، (2003).
15. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "أسواق المال وتمويل المشروعات"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2005).
16. حسام الدين محمد وآخرون، "ألف باء بورصة"، الدار العربية للعلوم، طبعة 1، بيروت، لبنان، (2006).
17. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية: مؤسسات- أوراق- بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، طبعة 1، عمان، الأردن، (2005).
18. محفوظ جبار، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، الجزء الأول، دار هومة، طبعة 1، الجزائر، (2002).
19. محمد براق، "بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر"، الجزء الأول، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، (1998-1999).
20. محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، طبعة 1، عمان، الأردن، (2005).
21. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة"، دار المسيرة، طبعة 1، عمان، (2004).
22. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة: أسهم- سندات- أوراق مالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، طبعة 1، عمان، الأردن، (2006).
23. منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، دون طبعة، الإسكندرية، (1999).
24. إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، جامعة الإسكندرية، دون طبعة، الإسكندرية، (2001).

25. زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، طبعة 2، عمان، الأردن، (2002).
26. عاطف وليم اندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، طبعة 1، الإسكندرية، (2006).
27. حسين بني هاني، "الأسواق المالية: طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة"، دار الكندي، طبعة 1، الأردن، (2002).
28. Didier Vitrac, "Tout savoir sur la bourse", Gualino éditeur, Sans édition, Paris, (2002-2003).
29. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2004).
30. هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، طبعة 1، عمان، (2003).
31. أحمد أبو الفتوح على الناقاة، "نظرية النقود والأسواق المالية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، طبعة 1، الإسكندرية، (2001).
32. Pierre Lamy, "Les bourses de valeurs", Edition Economica, Sans édition, Paris, (1995).
33. أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، مركز جامعة القاهرة، دون طبعة، القاهرة، (1998).
34. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2002).
35. فليح حسن خلف، "الأسواق المالية النقدية"، عالم الكتب الحديث، طبعة 1، عمان، (2006).
36. محسن أحمد الخضيرى، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، ايتراك للنشر والتوزيع، طبعة 1، القاهرة، (1996).
37. منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، دون طبعة، الإسكندرية، (1999).
38. صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، طبعة 1، الإسكندرية، (2000).
39. محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، طبعة 1، الإسكندرية، (1998).

40. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، السيدة عبد الفتاح، "الأسواق المالية"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2006).
41. سعيد توفيق عبيد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين الشمس، دون طبعة، الإسكندرية، دون سنة نشر.
42. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، "النقود والمصارف والأسواق المالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، طبعة 1، عمان، (2004).
43. أحمد صلاح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2003-2002).
44. جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، طبعة 1، الإسكندرية، (2003).
45. محمد براق، "تسيير المحافظ"، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، (2003-2002).
46. Amar Douhane, Jean Michel Rocchi, Jacques Sigwalt, "Vademecum de la bourse et des marchés financiers", Edition Arnaud Franel, édition 2, Canada, (2002).
47. محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق- أحوالها ومستقبلها"، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، دون طبعة، الإسكندرية، (2000).
48. السيد عليوه، "تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية"، دار الأمين، دون طبعة، القاهرة، (2006).
49. Olivier Picon, "La bourse ses mécanismes gérer son portefeuille", Edition Dalloz, édition 14, Paris, (2000).
50. محمد محمود عبد ربه محمد، "طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2000).
51. مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، طبعة 2، الجزائر، (2003).
52. طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2000).
53. B. Jacquillat, B. Solnik, "Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques", Edition Dunod, édition 2, Paris, (1994).

54. ضياء مجيد موسوي، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها"، مؤسسة شباب الجامعة، دون طبعة، الإسكندرية، (2003).
55. أمين السيد أحمد لطفي، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2005).
56. Michel Fleuriet Yves Simo, "Bourse et marchés financiers", Economica, édition 2, Paris, (2003).
57. محمد سويلم، "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الشركة العربية للنشر والتوزيع، طبعة 1، مصر، (1992).
58. سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية"، دار النشر للجامعات، طبعة 1، القاهرة، (2005).
59. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2004-2005).
60. محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة 2، (1997).
61. محمد صالح حناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2001-2002).
62. واثق حمد أبو عمر، "النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية"، دار الرضا للنشر، طبعة 1، دمشق، سوريا، (2003).
63. مصطفى رشدي شيحة، "الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات"، دار الجامعة الجديدة للنشر، دون طبعة، الإسكندرية، (1998).
64. شمعون شمعون، "البورصة: بورصة الجزائر"، أطلس للنشر، طبعة 1، الجزائر، دون سنة نشر.
65. منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، دون طبعة، الإسكندرية، (1997).
66. Paul Jacques Lehmann, "Bourse et marchés financiers", Dunod, Sans édition, Paris, (2002).
67. J.C.George, "Jouez et gagnez en bourse", LATTES, édition 1, Paris, (1998).

68. صلاح الدين حسن السيبي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، طبعة 1، القاهرة، (2003).

69. Sid Ali Boukrami, "Vade mecum de la finance", Edition O.P.U, édition 1, Alger, (1992).

70. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، "أسواق المال والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2004).

71. P. Topscalian , "Les Indices boursiers sur action", Edition Economica, Sans édition, Paris, (1999).

72. صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية"، النشرة الفصلية، العدد 47، الربع الأول (2007).

73. زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، "أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، منشورات الحلبي الحقوقية، دون طبعة، بيروت، (2003).

74. أحمد زكريا صيام، "آليات جذب الاستثمارات الخارجية إلى الدول العربية في ظل العولمة"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 03، ديسمبر (2005).

75. عصام فهد الربيد، "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الرضا للنشر، طبعة 1، دمشق، (2002).

76. محمود صبح، "التحليل المالي والاقتصادي لأسواق المالية"، البيان للطباعة والنشر، طبعة 1، القاهرة، (1997).

77. محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، "المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2001).

78- أنطوان الناشف، خليل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، دون طبعة، لبنان، (2000).

79- أحمد محي الدين أحمد، "سليبيات أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول العربية"، مجلة المصارف العربية، فيفري (1993).

80. www.tadawul.com.sa.

81. www.dfm.co.ae.

82. www.jsc.gov.jo.

83. www.ase.com.jo.

84. وليد أحمد صافي، "الأسواق المالية العربية: الواقع والأفاق"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، (2002-2003).
85. Mahfoud Djebbar, "Marchés financiers émergents", Revue de la Faculté des Sciences économiques et des Sciences de Gestion, Alger, n 06, (1997-1998).
86. صلاح الدين حسن السيسي، "تطور وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة"، دار عالم الكتب، طبعة 1، القاهرة، (2003).
87. M.Mansouri, "La Bourse des valeurs mobilières", d'Alger, Edition dar Houma, Sans édition, Alger, (2002).
88. بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، (2005-2006).
89. القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، الجريدة الرسمية رقم:11، الجزائر.
90. Bulletin de la commission, COSOB, N 01, 1^{er} trimestre, Alger,(1998).
91. www.cosob.com.dz.
92. الأمر رقم 08/96، الصادر بتاريخ 1996/01/10 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
93. دليل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، الجزائر، (2004).
94. K. Cherit, "Techniques et pratiques bancaires: financières et boursières", Edition grand Alger livres, Sans édition, Alger, (2003).
95. محمد براق، "واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وأفاقها"، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، الجزء 41، عدد 04، (2004).
96. صلاح الدين حسن السيسي، "الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم: تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة"، عالم الكتب، طبعة 1، القاهرة، (2003).
97. ربيعة حملاوي، "أساليب الخوصصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية"، الملتقى الدولي اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، من 03-05 أكتوبر (2004).

98. محمد براق، "السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي"، ملتقى التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 8-9 ماي (2004).
99. شذا جمال خطيب، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مؤسسة طابا، طبعة 1، عمان، (2002).
100. عبد المطلب عبد الحميد، "السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة"، مجموعة النيل العربية، طبعة 1، القاهرة، (2003).
101. صندوق النقد العربي، "تقرير الاقتصادي العربي الموحد"، (2001).
102. صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية"، (2001-2005).
103. صندوق النقد العربي، "تقرير الاقتصادي العربي الموحد"، (2002).
104. صندوق النقد العربي، "تقرير الاقتصادي العربي الموحد"، (2003).
105. صندوق النقد العربي، "تقرير الاقتصادي العربي الموحد"، (2004).
106. صندوق النقد العربي، "تقرير الاقتصادي العربي الموحد"، (2005).
107. سليمان المنذري، "السوق العربية المشتركة في عصر العولمة"، مكتبة مدبولي، طبعة 2، القاهرة، (2004).
108. هالة السعيد ونجوى سمك، "تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية"، دراسة معدة بتكليف من هيئة سوق المال في مصر، سبتمبر (2000).
109. أحمد أبي السرور، "الأسواق المالية العربية: الأوضاع والآفاق"، السياسات المالية وأسواق المال العربية، ندوة دراسية، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، (1993).
110. أحمد محي الدين، "الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية"، استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها، اتحاد المصارف العربية، بيروت، (1995).
111. محمد براق، "بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها"، مجلة الإدارة، مركز التوثيق والبحوث الإدارية، المدرسة الوطنية للإدارة، الجزائر، المجلد 11، العدد 1، (2001).
112. م. ايهان كوزى وآخرون، "العولمة المالية"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، المجلد 44، العدد 1، مارس (2007).
113. عبد المنعم السيد علي، "نحو سوق مالية عربية كأداة جذب للأصول العربية المستثمرة في الخارج"، التكامل الاقتصادي العربي: الواقع والآفاق، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، (1998).

114. رحيم حسين، "دور الأسواق المالية في عمليات الخوصصة في البلدان العربية"، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر، العدد 09، (2003).