

نحو سوق مالي عربي موحد

دكتور/ لخطر مرغاد^(*)، الأستاذ/ عبد الرزاق بن الزاوي^(*)
الأستاذ/ محمد عدنان بن الضيف^(**)

ملخص:

سنحاول من خلال هذه الورقة معرفة واقع الأسواق المالية العربية ومعرفة أهم معوقات تكاملها، بعد الإشارة إلى وظيفتها، أهميتها في الأنظمة الاقتصادية وأهمية تكاملها في النهوض بهذه الأنظمة وذلك من خلال دراسة بعض نماذج هذه الأسواق في الدول العربية ودراسة المتعاملين فيها بغرض مقارنتها ببعض التكتلات العالمية ذات الصيت والقوة الاقتصادية الكبيرة. وفي ختام الدراسة نقدم جملة من التوصيات والاقتراحات لتفعيل دور أسواق الأوراق المالية العربية وتطويرها الأمر الذي يسهل من تكاملها ووحدتها.

كلمات مفتاحية: سوق مالي، تكتلات، اقتصاد عربي، تكامل اقتصادي.

Résumé

on va essayer, d'après ce document, de connaître la réalité des marchés financiers arabes et l'importance de ces défis, et ensuite de connaître ses fonctions et son importance au sein des systèmes économiques et aussi sa complémentarité pour la remontée de ces systèmes, ceci d'après des études portant sur quelques exemples de ces marchés des pays arabes, et des études des négociants avec elles dans le but de les comparer avec les firmes multinationales des très grandes puissances économiques.

^(*) أستاذ بجامعة بسكرة.

^(**) أستاذ بجامعة قالة.

مقدمة:

تأثرت أسواق رأس المال والأسواق المالية العالمية تأثراً واضحاً بالعملة وبالتكامل السريع اللذين تميزت بهما الأسواق العالمية في الآونة الأخيرة. فباتساع نطاق العملة، اندفعت كبريات المؤسسات الاستثمارية باتجاه استثمارات في رأس المال سواء على المستوى القاري أو المستوى العالمي. وفي عالم اليوم، تهيمن أمريكا وأوروبا ومنطقة آسيا/الباسيفيكي على أسواق الأوراق المالية العالمية، لذلك توجد حاجة لأن تقوم المجموعة العربية بإرساء تحالف لأسواق الأوراق المالية يمكنها من منافسة هؤلاء العمالقة.

وتعتبر سوق الأوراق المالية من أهم الأسواق التي تركز التكتلات على تحقيق التكامل فيما بينها إلى جانب أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل، ورغم تأخر الدول العربية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات وكذلك أسواق العمل فإن هذا لا يحول دون التكامل فيما بينها لإنشاء سوق مالي عربي موحد لم فيه من العديد من المنافع. ومن هنا نحاول أن نجيب من خلال هذا المقال على التساؤل التالي: **كيف يساعد تكامل الأسواق المالية العربية في تكامل الاقتصادي العربي؟**

إن التركيز على أهمية دور الأسواق المالية العربية يعود بالدرجة الأولى إلى التباين في تركيبة اقتصاديات الدول العربية، ذلك التباين الذي زاد من حدته ارتفاع أسعار النفط في السنوات القليلة الأخيرة وما نتج عنه من تقسيم المنطقة إلى مجموعتين:

- ♦ المجموعة الأولى: وتضم الدول العربية التي يمتاز تركيبها الاقتصادي بوفر مالي، يقابله شح في عناصر الإنتاج الأخرى
- ♦ المجموعة الثانية: وتضم الدول العربية التي يمتاز تركيبها الاقتصادي بندرة في رأس المال ووفر في عناصر الإنتاج الأخرى.

I / مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية:

I-1 / سوق الأوراق المالية موقعها التعريفي والتاريخي :

تطلق كلمة «السوق» في اللغة، ويراد بها موضع البيع والشراء، قال ابن سيده :
السوق التي يتعامل فيها تذكر وتؤنث والجمع أسواق^(١).

واصطلاحاً السوق المالي هو «المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات»^(٢).

نلاحظ من خلال هذا التعريف وضع كلمة مجال بدل مكان لان وحدة المكان ليست شرط أساسياً لقيام السوق، وهذا المجال الذي يتم من خلاله الإصدار وذلك إشارة إلى أحد جزئي سوق الأوراق المالية وهي السوق الأولية، أو ما يعرف بسوق الإصدار.

كما أوضح لنا هذا التعريف أيضاً وظيفتها الأساسية، وهي أن يلتقي في هذا المجال المخزون وهم أصحاب الأموال والمستثمرون وهم مصدر الأدوات. كما سلط الضوء على تداول هذه الأدوات، إشارة إلى الجزء الثاني من جزئي السوق وهي السوق الثانوية أو ما يعرف بسوق التداول.

نبذة عن تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية:

يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية قبل الميلاد^(٣). أما كلمة بورصة تعود إلى القرن الخامس عشر الميلادي حيث كان التجار القادمين من فلورنسا يجتمعون في فندق تملكه عائلة تسمى Van Der Bourse يقع في مدينة بريج البلجيكية والذي كان يؤمه التجار من كافة المناطق، وتطور التعامل فيه إلى أن التجار لم يعدوا يصطحبوا معهم البضائع إلى الفندق بل كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة، وأتى

لفظ Bours ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم والذي كان يتم بشكل منتظم ودوري^(٤).

I-٢/ وظيفة وأهمية سوق الأوراق المالية:

تؤدي سوق الأوراق المالية عدة وظائف هامة بالنسبة للاقتصاد الكلي والجزئي يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

١- إيجاد سوق واحدة مستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية، بحيث تمكن الجمهور من المتعاملين شراء وبيع الأوراق المالية.

٢- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات، فهذه السوق تحول المدخرات إلى استثمارات.

٣- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي^(٥).

٤- إتاحة الفرصة للمستثمرين الصغار وللإستثمارات قصيرة الأجل للحصول على التمويل.

٥- بيع الحقوق وشرائها، فعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينسحب من الشركة دون المساس بأصل الثروة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشرائها.

ويمكن تلخيص أهميتها وفق الشكل ١

I-٢ أنواع أسواق الأوراق المالية والمتعاملين فيه:

يمكن أن نصف كلمة أنواع إلى فروع أسواق الأوراق المالية ويمكن أن نقول تتفرع أو تنقسم أسواق الأوراق المالية كما هو مبين في الشكل ٢.

تعريف مصطلحات الشكل ٢:

سوق الإصدار: وهو سوق الأول وهو السوق الذي تنشأ فيه الإصدارات الجديدة عن طريق^(٦):

- ١- الاكتتاب العام: وهو الاكتتاب لأول مرة وزيادة رأسمال الشركة.
 - ٢- الاكتتاب المغلق: يقتصر على مؤسسي الشركة فقط.
- ❖ سوق التداول: وهي السوق الثانوية والتي يتداول فيه الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية بعد أن ينتهي البنك المختص من توزيعها^(٧).
 - ❖ سوق حاضرة: سوق يتم فيها تسليم الورقة المالية محل الصفقة في ذات اليوم أو خلال أيام معدودة على الأكثر.
 - ❖ سوق مستقبلية: وهي سوق يتم فيها تداول العقود المستقبلية (سواب، الخيارات... الخ) وغيرها من أدوات الهندسة المالية.
 - ❖ سوق منظمة: تتحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المسجلة لديها.
 - ❖ سوق غير منظمة: سوق المفاوضات على الأسعار، ويقوم بإدارة هذه الأسواق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية غير المقيدة في جدول أسعار الأسواق الرسمية.
 - ❖ السوق الثالثة: وهو تمثل جزء من السوق غير المنظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة.
 - ❖ السوق الرابعة: وهي سوق للتعامل المباشرة بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين.
- I-٤ المتعاملون:
- ويمكن وضع المتعاملون في سوق الأوراق المالية في ثلاث مستويات:
- العارضون للأموال إما على جهة الإقراض المباشر أو عن طريق شراء السندات ونحوها أو عن طريق المشاركة في شركات المساهمة.
 - الطالبون للأموال على جهة الاقتراض المباشر عن طريق إصدار السندات عن طريق المشاركة عن طريق إصدار الأسهم.

II / نظرة عامة لأهم التكتلات في الأسواق المالية العالمية^(٨):

لقد ظهرت الحاجة إلى إقامة تعاون دولي بين أسواق الأوراق المالية خلال الثلاثينات، وأخذت الغرفة الدولية للتجارة ومقرها باريس زمام المبادرة من أجل إقامة مكتب دولي لأسواق الأوراق المالية الذي أستمروا في ممارسة نشاطاته حتى الحرب العالمية الثانية وبعد فترة من التعاون غير الرسمي اختار المشاركون إرساء إطار رسمي لعملهم وأنشئوا الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية في لندن عام ١٩٦١ م.

II - ١ / الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية^(*):

تم إنشاؤه في ١٩٦١ ولقد شهد منذ ذلك التاريخ نمو مستمر بحيث أصبح يضم في عضويته اليوم ٥٦ بورصة منظمة، وتمثل البورصات الأعضاء أكثر من نسبة ٩٧٪ من رسملة أسواق الأسهم العادية، وعنوانه في الانترنت هو: www.fibv.com أهدافه:

- تطوير الأسواق المنظمة والمشتقة.
- عرض دور و وظائف ونزاهة الأسواق المنظمة.
- توفير محفل دائم لخبراء أسواق الأوراق المالية لمناقشة القضايا ذات الاهتمام المشترك.
- يعمل على تطوير البرامج الداعمة لعمليات البورصة بما في ذلك إعداد الورقات البحثية وتنظيم ورش العمل.
- وضع معايير متناسقة للتعاملات التجارية في الأوراق المالية بما في ذلك التعاملات عبر الحدود.
- دعم أسواق الأوراق المالية الصاعدة في مساعيها للتماشي مع معايير الاتحاد.

II - ٢ / اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوربية:

ويضم اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية، ومركزه بروكسل، أسواق الأوراق المالية وأسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا ويمثل الاتحاد ٢٧ بورصة من مختلف أنحاء أوروبا بالإضافة إلى ٦ بورصات منتسبة و٤ مراسلة وينطبق وصف (البورصة المراسلة) على الأسواق الرئيسية غير المؤهلة بعد للحصول على صفة العضو المنتسب أو إلى البلدان التي لم تدخل بعد إلى الاتحاد .

(وعنوانه في الانترنت هو : www.fese.com)

أهدافه:

- تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأوروبية كأسواق منظمة للأوراق المالية .
- الربط بين أسواق الأوراق المالية وذلك بتأسيس الروابط الثنائية والإقليمية .
- مساعدة الأسواق الصاعدة .
- إقامة مناقشات ومحورات يسعى من خلالها الاتحاد إلى إقامة البنية الأساسية اللازمة لتحقيق أسواق أوروبية فعالة .

II-٣/ اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية :

تأسس الاتحاد ومقره في اسطنبول في ١٩٩٥ بمبادرة من سوق اسطنبول للأوراق المالية ويضم الإتحاد ٢٢ سوق من الأسواق الناشئة بين أوروبا واسيا وينتمي نصف الأعضاء الحاليون إلى دول أعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي .

أهدافه:

- تشجيع التعاون بين البورصات الأعضاء والإسهام في الارتقاء بمستوى أدائهم .
- العمل كممثل للبورصات الأعضاء .
- الإسهام في زيادة درجة التكامل بين البورصات العاملة في المنطقة .

(عنوانه في الانترنت هو : www.feas.com)

II - ٤ / اتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية :

تأسس في يناير ٢٠٠٠ بمدينة شيتاغونغ من قبل أسواق الأوراق المالية في كل من سريلانكا، وباكستان، ونيبال، والهند وهو مفتوح لعضوية كافة البورصات من بلدان جنوبي آسيا وفقا لقوانين الاتحاد .

أهدافه:

- تشجيع التعاون بين الأعضاء من أجل النهوض بأسواقهم .
 - تمثيل الأعضاء في المحافل الدولية ذات العلاقة .
 - إقامة سوق يتميز بالشفافية ويضمن مصالح المستثمرين
 - إقامة نظام تداول آلي يضمن سرعة التعامل وسلامتها .
- (عنوانه في الانترنت هو : www.safe_asia.org)

II - ٥ / جمعية أسواق الأوراق الإفريقية

تأسست في كينيا عام ١٩٩٣ وهي تهدف أساساً إلى وضع إطار مقنن من أجل التعاون المشترك في أسواق الأوراق المالية الإفريقية من خلال عدة عمليات من بينها تبادل المعلومات وتقديم المساعدات الفنية، وإقامة المؤتمرات والبحوث والدورات التدريبية للوسطاء والسماسة إلى غير ذلك .

لقد أخذنا مجموعة من التكتلات أو التحالفات لأسواق الأوراق المالية، منها للدول المتطورة وأخرى للدول السائرة في طريق النمو، فنلاحظ الاختلاف الشاسع بين أهداف كلاهما وذلك راجع إلى هيكلية وبنية الأسواق فالدول السائرة في طريق النمو مازالت تسعى لوضع معايير لتنظيم وتسجيل الأوراق وأيضا تدريب الوسطاء والمتعاملين أما في نظيرتها فنلاحظ إنها تهدف إلى تطوير التكامل لأنها كل سوق انضمت إلى هذا الاتحاد لقد مرة بمجموعة من مراحل التطور التي لم تصل إليه بعد أسواق الأوراق المالية في الدول النامية .

III/ تطورات أسواق الأوراق المالية العربية (دراسة نماذج):

يتميز واقع أسواق الأوراق المالية العربية بالتفاوت بين بعضها البعض وسنوضح أداء خمسة أسواق مختارة من أسواق الدول العربية وذلك من مقارنتها مع بعضها البعض. وتطورها التاريخي في الملحق رقم واحد.

إن اختيار هذه المجموعة من الدول لم يكن على سبيل الصدفة بل انطلاقاً من تباينهم، فقد كان فيها أكبر الأسواق تداولاً وأسهماً ومنها السعودية وأبو ظبي وأضعفها على الإطلاق الجزائر ولم نأخذ السوق الفلسطيني وذلك نتيجة لعامل الحرب المؤثر فيه.

ويمكن أن نقوم بتقديم معطيات أسواق الأوراق المالية العربية مجملة وبوضوح وذلك في الجدول ١

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية أداءً جيداً خلال الأعوام (٢٠٠٣-٢٠٠٤-٢٠٠٥) ونسبة نمو مرتفعة مستفيدة من عدة عوامل أبرزها الزيادة الكبرى في السيولة التي نجمت عن استمرار الارتفاع في الإيرادات النفطية مما فتح آفاق الاكتتاب العام في الدول العربية.

كما ازداد عدد المستثمرين في هذه السوق بصفة مباشرة بشكل كبير وذلك نتيجة لتوفر السيولة، خاصة الأسواق الكبيرة نسبياً في دول مجلس التعاون الخليجي والذي ساهم في زيادة حجمها استمرار الارتفاع في أسعار النفط في الأسواق العالمية وارتفعت عمليات المضاربة في بعض هذه الأسواق بصورة حادة وبالتالي ارتفعت الأسعار إلى مستويات عالية جداً.

كما أننا نلاحظ أن عدد الأسهم وقيمتها المتداولة كانت في ارتفاع مستمر إلا أن حجم تداولها اليومي كان متذبذباً من سنة إلى أخرى هذا من وجهة نظر عامة للأسواق العربية ككل، أما فيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق فقد تفاوت الأداء بشكل كبير من سوق إلى آخر.

- الواقع : من هذا التحليل إضافة إلى مجموعة البيانات الموضحة في الملحق الأول يمكن الاستدلال على أن أسواق الأوراق المالية تواجه متاعب كثيرة منها :
- ١/ ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق العربية نتيجة النمط العائلي للشركات المساهمة ويظهر ذلك في الشركات المدرجة .
- ٢/ نقص القنوات الاستثمارية مما يؤدي إلى انتقال الأموال إلى الخارج رغم إننا نلاحظ أن القيمة السوقية في تزايد وذلك نتيجة الارتفاع في العوائد النفطية
- ٣/ نقص الطلب على الأدوات الاستثمارية نتيجة جهل المستثمرين لقوانين هذه الأسواق وانخفاض معدلات الادخار في بعض الدول العربية وذلك بسبب تدني الدخل مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأدوات ككل .
- ٤/ اقتتار هذه الأسواق إلى مؤسسات صانعة لها والمقصود هنا عدم وجود بنوك أو شركات استثمارية متخصصة يقع على عاتقها توزيع مخاطر الاكتتاب (كبنوك الاستثمار) .
- ٥/ ضعف القوانين وعدم ملاءمة المناخ استثماري لبعض الدول العربية حيث تواجه بعض الدول العربية عراقيل منها سياسية أو إدارية أو على حسب نوع الاقتصاد المتبع .
- ٦/ نقص التداول للأوراق المالية في البورصات وقلت الشركات المدرجة .
- IV/ مراحل إنشاء سوق مالي عربي موحد:
- إن إنشاء سوق تكامل عربي مالي يعتبر أحد أهم الأهداف التي يسعى إليها العرب جميعا لما له من تأثير إيجابي على الاقتصاد العربي ككل .
- وهذا ما سعى ويسعى إليه العرب في المراحل التالية :
- ١ - إنشاء اتحاد البورصات العربية :
- لقد تم إنشائها بتوصية من مؤتمر محافظي البنوك المركزية العربية ، صادق عليها المجلس الاقتصادي العربي في يونيو ١٩٧٨ . وقامت الأمانة العامة لجامعة الدول

العربية في عام ١٩٨١، بتوجيه الدعوة إلى رؤساء البورصات العربية الموجودة آنذاك للنظر في إنشاء اتحاد يهدف إلى تنسيق الجهود في إطار القوانين والأنظمة المعمول بها، وقد عقد أول اجتماع لمجلس الاتحاد في تونس في كانون الثاني سنة ١٩٨٢ وكان يضم لبنان - تونس - المغرب - عمان^(٩) حيث تم اعتماد النظام الأساسي وخطة عمل الأمانة العامة التي شكلت لتنفيذ قرارات المجلس.

وفي كانون الأول من سنة ١٩٩٤ قرر الاتحاد توسيع عضويته وتغيرت تسميته من اتحاد البورصات العربية إلى اتحاد أسواق المال العربية وقد أصبح يضم أعضاء عاملين (بورصات وهيئات أسواق المال) وآخرين منتسبين (شركات الوساطة وشركات المقاصة والمؤسسات المالية التي لها علاقة بالاتحاد^(١٠)).

وقد قام الاتحاد خلال التسعينات بالعديد من الأنشطة وأهمها عقد ملتقى الوسطاء في البورصات العربية ١٩٩٥ و ١٩٩٩م^(١١).

وكانت أولى الخطوات هي الاتفاقيات الثنائية والثلاثية بين البورصات وفي هذا السياق جاء التوقيع على اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال بمصر في أبريل ١٩٩٦ والتي انضمت إليه بورصة بيروت في مرحلة تالية لتصبح اتفاقية ثلاثية تشرف علي تنفيذها لجنة فنية وبمشاركة ممثل عن إتحاد البورصات^(١٢).

وكانت قد أظهرت هذه المرحلة من الربط الضرورة الملحة إلى وجود شركة مقاصة لسرعة تسوية المعاملات بين هذه الأسواق وتقليل الانتقال الفعلي للأوراق المالية أو النقود ولذلك كان لابد من تدعيم عملية الربط بأدوات أخرى هامة فقرر الإتحاد أن يؤسس مشروعين هامين هما: المؤسسة العربية للتقاص، الشبكة العربية للأوراق المالية^(١٣).

٢- إنشاء المؤسسة العربية للتقاص:

إدراكا من إتحاد أسواق المال العربية بأهمية إنشاء مؤسسة عربية للتقاص لتساهم في تسيير عقد الصفقات المبرمة بين المتعاملين في الأسواق المالية العربية التي

تم الربط بينها. وقد تم تأسيس الشركة بقانون صادر عن مجلس النواب في عام ١٩٩٩ في لبنان تحت القانون رقم (١٣٨)^(١٤).

على أن تكون المؤسسة بمثابة غرفة مقاصة مركزية عربية تتولى القيام بالمهام التالية:

- تسهيل انسياب رؤوس الأموال العربية بين الأسواق المالية.
 - قبول إيداعات الصكوك والأدوات المالية المختلفة المدرجة في أسواق المال العربية.
 - تمثيل هيئات القصاص العربية في تعاملها مع الهيئات الدولية.
 - عمليات التقاص بين أسواق الأوراق المالية العربية.
 - المساعدة على قبول لإصدارات التي تتم بين الأسواق المالية العربية وإدارة العمليات الناتجة عنه^(١٥).
- وقد حدد القانون رأسمال الشركة بما لا يقل عن خمسة ملايين دولار أو ما يعادلها بالنقد الأجنبي وقد أسفرت جهود الاتحاد أخيراً إلى تأسيس شبكة معلومات الأسواق المالية التي ستقوم بتزويد المتعاملون في البورصات العربية بالمعلومات الحية المباشرة وبالمعلومات التاريخية حول أسهم الشركات المسجلة فيها كافة^(١٦).
- ٣- الشبكة العربية الأسواق المالية:

قام الاتحاد بتأسيس الشبكة العربية للأسواق المالية بهدف توحيد قاعدة المعلومات والبيانات في هذه الأسواق وتسهيل تدفق المعلومات والبيانات الخاصة بالشركة المدرجة وقد تم فتحها بشكل فعلي في سبتمبر ٢٠٠١م^(١٧).

فضلاً عن الجهود المقدمة من طرف الصندوق النقد العربي الذي كان من أحد أهدافه تطوير الأسواق المالية العربية فقد قام بإنشاء قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية التي انطلقت في ١٩٩٥ بالتعاون مع ستة (٦) أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وهي: الأردن، البحرين، تونس، سلطنة عمان، الكويت، المغرب، ثم

انضمت السعودية ولبنان ومصر، وفي ٢٠٠٢ انضمت كل من أبو ظبي ودبي وقطر^(١٨) ثم السودان وفلسطين والجزائر .

٤- بورصة عربية :

من أجل الربط بين أسواق المال العربية لا بد من توفير أولا معلومات وثانيا غرفة مقاصة، ولقد استطاع الاتحاد من توفير هاتين الوظيفتين الأساسيتين من خلال المؤسسة العربية للتقاص و الشركة العربية للأسواق المالية العربية. وهي البورصة العربية الالكترونية الموحدة وقد تم الاتفاق على اتخاذ القرية الذكية الكائنة بمدينة السادس أكتوبر مقرا لها وهي بورصة الكترونية على الشبكة الدولية من الطراز الأول، وقد جاء هذا المشروع انسجاما مع القرارات الاقتصادية التي اتخذها مؤتمر القمة العربية الذي عقد في عمان في مارس ٢٠٠١ والتي ألقى على عاتق الاتحاد القيام بمسؤولية قومية كبيرة في هذا المجال^(١٩).

وحسبما أوردت صحيفة الحياة اللندنية أنه تم الانتهاء من إعداد قانون البورصة العربية الموحدة الذي يضم قواعد القيد وإدراج الشركات وحجمها واختيار شركات السماسرة، كما يسمح قانون البورصة العربية باستثمارات أجنبية لجذب رؤوس الأموال الأجنبية^(٢٠).

وقد حددت أهداف السوق في المادة (٣) الثالثة من قرار مجلس الاتحاد الخاص بإنشاء السوق.

حيث يدير البورصة مجلس إدارة يشكل كل سنتين من الأمين العام للاتحاد وأربعة أعضاء يختارهم ممثلو البورصات والأسواق الموقعة على اتفاقية تأسيس البورصة^(٢١).

وقال محمد عبد السلام نائب رئيس مجلس إدارة البورصة العربية الموحدة أن الشركات التي سيتم التداول على أسهمها في البورصة العربية تعد من أفضل الشركات العربية وأنه تم انتقائها وفقا للمعايير المتفق عليها للقيد في البورصة العربية موضحا أن التداول على الأسهم المقيدة في البورصة سيتم من خلال شبكة

المعلومات الدولية «الانترنت» وعن طريق شركات الوساطة المالية الأعضاء في البورصة والذين يتم اختيارهم وفقا للمعايير والضوابط التي تم اتخاذها^(٢٢).

كما يعتقد أنها ستبدأ البورصة العربية الإلكترونية نشاطها في مارس ٢٠٠٧ والتي تأتي مواكبة لل قمة العربية المزمع عقدها في نفس الشهر بالقاهرة^(٢٣).

٧/ دور سوق الأوراق المالية العربية في قوة اقتصادية عربية

من أهم مزايا وحدة سوق الأوراق المالية العربية^(٢٤):

- تساعد على إعادة تخصيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى بما يحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين.
- تساعد على تحقيق الاعتماد الجماعي على الذات العربية ولتكوين تنمية مستقلة في ظل العولمة والاتجاه للمزيد من التكتلات الاقتصادية.
- مقابلة احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول العربية التي لا تستطيع البنوك التجارية بإمكاناتها المعروفة تحمل مسؤوليتها في هذا الصدد.
- تمثل وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية.
- تقلل من مخاطر وجود الأموال العربية في الاقتصاديات المتقدمة خاصة بعد أحداث الحادي عشر من سبتمبر ٢٠٠١.

إن الخطوة التي تمت ستكون إحدى الخطوات الهامة في مجال التكامل الاقتصادي العربي وهي بمثابة سوق عربية مشتركة للأوراق المالية وهي خطوة هامة تظهر أهميتها في النقاط التالية:

- ١- انتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية ومضاعفة حجم الاستثمارات المتبادلة والمشاركة بين الدول العربية.
- ٢- جذب رؤوس الأموال العربية من داخل وخارج الوطن العربي بدلا من الأموال العربية المستثمرة في خارج الوطن.

- ٢- إن قيام البورصة العربية ومدى تأثيرها في البورصات المحلية في الدول العربية فإنها تعمل وتساعد على نهوض ونشاط البورصات العربية لأنها ستعمل على جذب الاستثمارات العربية والأجنبية للمنطقة وهذا يفيد البورصات العربية، فوجود بورصة موحدة لا يعني إلغاء دور البورصات العمومية المحلية بل يساعدها بشكل كبير وفي النهاية فإن البورصة العربية الموحدة تعمل في خدمة الاستثمار العربي والشراكة العربية الموحدة.
- ٤- اعتبارها كيان مالي في المنطقة العربية حيث تكون قادرة على منافسة الكيانات الإقليمية الأخرى على اجتذاب رؤوس الأموال العربية والأجنبية المستثمرة في الأسواق العالمية.
- ٥- تعد أكبر خطوات في طريق التكامل الاقتصادي الذي بدوره يؤدي إلى التكامل في الأسواق الأخرى (السلع والخدمات).
- ٦- تكون أداة لتحقيق التنسيق والتعامل بين الأنشطة المالية والاقتصادية وتشجيع وتنمية الوعي الاستثماري العربي وتوطين الاستثمارات العربية والاستفادة منها.
- ٧- توفير السيولة اللازمة للتبادل التجاري وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية بين الدول العربية.
- ٨- إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية وإدخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين إلى المشروعات العربية بما يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي^(٢٥).

VI: المعوقات التي تواجه سوق الأوراق المالية العربية الموحدة:

إذا نظرنا بتجرد إلى كل سوق أوراق مالية عربية على حدة لوجدنا الكثير من المعوقات المتشابهة التي تعوق عملية الربط بين تلك الأسواق ونستطيع أن نجملها على النحو التالي:

١- معوقات تشريعية^(٢٦):

- ❖ وجود بعض التشريعات التي تحد من التعاون والارتباط الفعلي بنصه على الكثير من القواعد والضوابط لتداول الأوراق المالية في البورصات المحلية.
- ❖ وجود قواعد ونظم خاصة بالإدراج والتداول في كل بورصة عربية لا تتلاءم مع القواعد والنظم الخاصة بالبورصات الأخرى.
- ❖ قصور التشريعات على أدوات استثمارية محدودة أو على جنسية معينة دون الأخرى.

❖ افتقار إلى نصوص واضحة وصریحة منظمة للشفافية السوقية.

٢- قصور آليات العمل بسوق الأوراق المالية العربية:

ويتمثل هذا القصور في النقاط التالية^(٢٧):

- ❖ قصور شبكات المعلومات المستخدمة في أغلب البورصات.
- ❖ قصور وضع الإفصاح المالي ومهنة التدقيق الحسابات والرقابة على الشركات.

❖ انعدام الشركات الصانعة للسوق التي تعمل على إحداث توازن بين الكمية المعروضة من الأوراق المالية والمطلوبة، إذ تقوم هذه الشركات بتنشيط السوق في أوقات ضعف التعامل على الأوراق المالية وهذا من خلال إجراء صفقات بيع وشراء لصالح نفسها كما تعمل هذه الشركات على المحافظة على سوق عادلة ومستقرة وذلك بالتدخل عكس اتجاهها للحد من تأثير المضاربات المبالغ فيها.

٣- المعوقات الهيكلية^(٢٨):

- ❖ قلة الاعتماد على الأسواق المالية في تمويل المشاريع في الدول العربية.
- ❖ تأثير برامج الخصخصة في البلدان العربية.
- ❖ الاعتماد على التمويل أقل كلفة في تمويل وتأسيس الشركات المساهمة وهو إصدار الأسهم العادية دون غيرها من أدوات الاستثمار.

❖ سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة وسيطرة عدد محدود من كبار المستثمرين على نسبة عالية من أسهم الشركات.

❖ محدودية فرص الاستثمار المحلية بشكل عام في الدول العربية.

❖ نقص دور المؤسسات المحلية في تنشيط السوق كما هو الحال في الدول المتطورة.

❖ تتميز الأسواق المالية العربية بشدة في تقلبات الأسعار وذلك بسبب المصادر الخارجية للتمويل المعتمدة والمتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم مع إهمال قدرة التمويل الذاتي^(٢٩).

❖ تعاني أسواق التداول في الدول العربية من ضآلة عدد وحجم الإصدارات سواء تتعلق بمشاريع قائمة أو تحت التأسيس بما يحرم السوق من تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها^(٣٠).

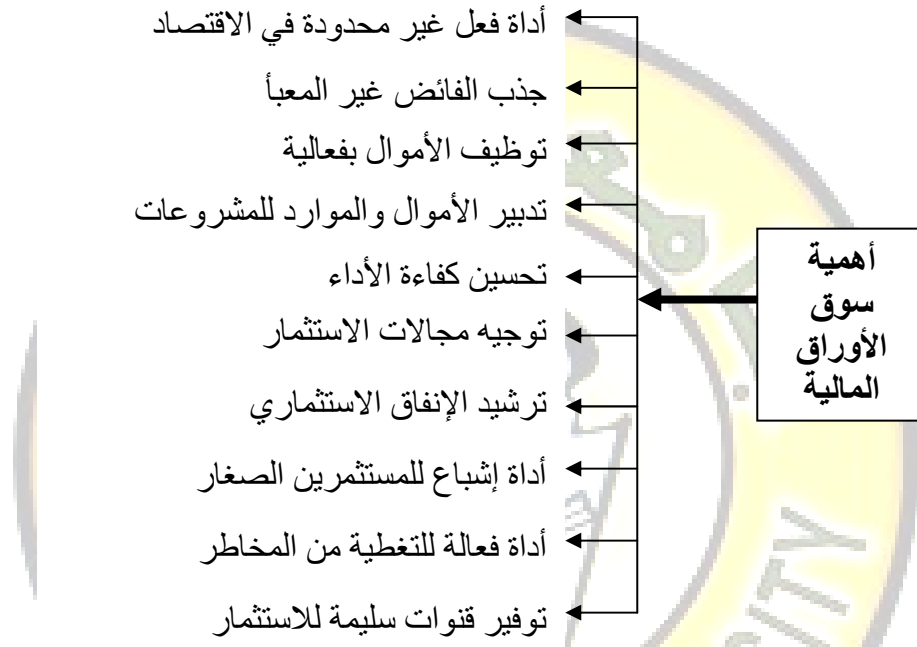
الخاتمة:

- في ختام نقدم جملة من التوصيات. والاقتراحات لتنفيذ دور أسواق الأوراق المالية العربية وتطويرها الأمر الذي يسهل من تكاملها ووحدتها:
- ١- العمل أولاً على نطاق السوق الأولية (سوق الإصدار) وتسهيل إصدار الأوراق من طرف الشركات إضافة إلى محاولة لإنشاء بنوك الاستثمار لما لها من دور بارز وكبير في إصدار الأوراق المالية وتتبعها.
 - ٢- تسهيل العمل على نطاق السوق الثانوية (سوق التداول) بإنشاء مؤسسات الاستثمار التي تقوم بالترويج للأوراق المالية.
 - ٣- إنشاء مؤسسة عربية مشتركة للوساطة المالية يكون لها فروع في جميع الدول العربية تقوم بدور الوسيط سواء للإصدارات الجديدة أو لما هو معروض.
 - ٤- توحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في أسواق الأوراق المالية.
 - ٥- توحيد القوانين والتشريعات وطرق التسجيل في البورصات.
 - ٦- زيادة التنسيق والتعاون الثنائي بين البورصات العربية.
 - ٧- محاولة إنشاء البورصات الإقليمية مثل بورصة المغرب العربي الكبير وبورصة الخليج العربي وتكون بمثابة سوق أوراق مالية إقليمية ثم بعد ذلك تكون سوق مالية عربية قوية.
 - ٨- إعفاء الرأسمال العربي من القيود المعرقله لحرية انتقاله بين الأقطار العربية.
 - ٩- وضع إستراتيجية ذات مراحل لتطوير الارتباط وما يتبع ذلك، من أجل استمرارية نجاح الربط بين البورصات العربية.
 - ١٠- من أهم الأشياء اللازمة لربط الأسواق المالية العربية بعضها هو أن تكون الأسواق العربية في حد ذاتها قد وصلت إلى حد من التطور (التطور الذاتي) من ناحية الأدوات المتداولة والشركات المدرجة ورسملة السوق.

- ١١- محاولة زيادة مستوى التدفقات المالية العربية البينية من خلال :
أ/ العمل على إشراك مستثمرين في عدة أقطار عربية في مشاريع إنتاجية إقليمية مشتركة.
- ب/ إدراج أسهم وسندات الشركات العربية في أكثر من سوق مالي عربي
- ١٢- تفعيل نظام التداول الإلكتروني وتطويره .
- ١٣- الإكثار من الدورات التدريبية للسماسة والوسطاء والملتقيات والبحوث الداعمة والمساعدة للتطوير والارتباط بين الأسواق لكل من الاقتصاديين ورجال الأعمال العرب .
- ١٤- العمل على إنشاء أدوات استثمارية عربية خاصة ولتكن إسلامية ومن ثم النهوض بسوق مالي إسلامي عربي موحد تدفعه القومية الإسلامية العربية

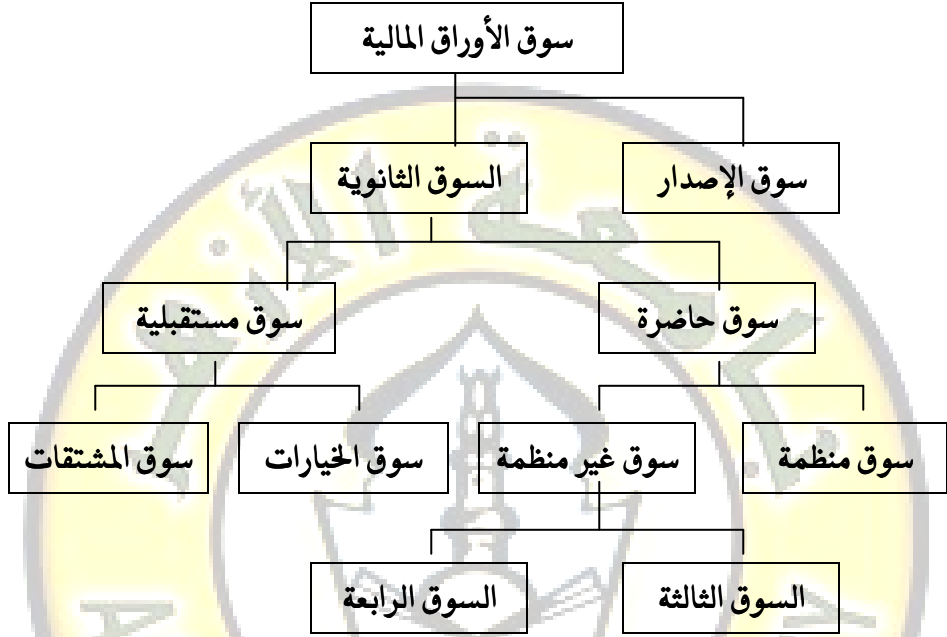
الأشكال والجدول

الشكل ٠١ : أهمية سوق الأوراق المالية



المصدر: صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفني،
مصر طبعة الأولى سنة ٢٠٠١، ص: ١٤

الشكل ٠٢ أنواع أسواق الأوراق



المصدر: من إعداد الباحثين

الجدول ٠١ أداء البورصات العربية الموجود في قاعدة البيانات لصندوق
النقد العربي في السنوات ٢٠٠٣-٢٠٠٤-٢٠٠٥-٢٠٠٦

السنوات	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦
القيمة السوقية مليون دولار	٣٦١,٨٢٤,٧٠	٦٢٢,٤٢٢,٢٥	١,٢٩٠,٩٣٨	٨٨٨,١٢١
قيمة الاسهم المتداولة مليون دولار	٢٣٠,٤١٧,٣٨	٥٦٨,٢٨٨,٥٢	١,٤٣٥,٤١٢	١,٦٨٤,٩٨٨
عدد الاسهم المتداولة مليون سهم	٦٢,٣٨٨,٦٤	٥٧,٠٢٨,٧٢	١١٠,٨٤٧	١٦٨,٥٨٢
عدد الشركات المدرجة	٧٢٣	١٥٩٧	١٦٦٥	١٦٢٣
المعدل اليومي لعدد الأسهم مليون دولار	٢٥٥,٦٥٥١	٢١٨,٩٤٥٩	٤١٤	٦٤٩
معدل حجم التداول اليومي مليون سهم	٣,٢٢٧,٤٧	٧,٧٨٣,٦٤	٤,٩٢٧	٦,٣٩١

المصدر: تم جمعه من التقارير السنوية الصادرة عن صندوق النقد العربي / قسم
الأسواق المالية للسنوات ٢٠٠٣/٠٤/٠٥/٠٦. www.amf.org ٢٠٠٧-٢٠٠٢-٢٥

نحو سوق مالي عربي موحد

د/ لخطر مرغاد، أ/ عبد الرزاق بن الزاوي، أ/ محمد عدنان بن الضيف

الملحق

السوق	أبو ظبي	السعودية	الجزائر	تونس	بيروت
القيمة السوقية الإجمالية مليون دولار (رسملة السوق)	٣٠,٣٦٢,٥١	١٥٧,٢٠٦,٤٤	١٤٢,٦٤	٢,٤٣٩,٥٥	١,٥٠٣,٠٠
	٥٥,٤٩٠,٤٠	٢٠٦,٢٥٥,٧٠	٢٧.١٤٠	٢,٤٧٤,٤٨	٢,٣٣٠,٧٤
	١٣٢,٤١٣	٦٤٦,١٢١	٩١	٢,٨٢١	٤,٩١٧
	٨٠,٤٧٥	٣٢٦,٨٥٢	٩٦	٤,٢٢٢	٨,٣٠٤
	١,٠٠٣,٨٧	١٥٩,٠٥٥,٥٥	٠,٢٣	١٨٨,٥٢	١٣٠,٩٩
	٤,٤٤٩,١٤	٤٧٢,٩٩٠,٧٨	٠,١٢	٢٥٦,٦٥	١٩٧,٦٧
قيمة الأسهم مليون دولار	٢٨,٥٠٦	١,١٠٣,٥٨٣	٠,٠٤١	٥٢٩	٩٢٣
	١٩,٢٢٢	١,٤٠٢,٩٤٢	٠,٣٣٤	٥٦٣	٢,٠٣٢
	٢٢٥,٢٠	٥,٥٦٥,٨٦	٠,٠٤	١٢,٩٢	٢٣,٨٤
	٩٤٧,٤٠	١,٣٢١,٧٢	٠,٠٢	٢١,١٨	٢٤,٥٤
عدد الأسهم (مليون سهم)	٨,٣١٧	١٢,٢٨١	٠,٠١٢	٤١,٤٣	٩٠
	١١,٢٩٦	٥٤,٤٤٠	٠,٠٦٤	٥٦,٠٣	١٣٥

السوق		أبو ظبي	السعودية	الجزائر	تونس	بيروت
٠٢	المعدل اليومي	٠,٨٦٧٩	١٨,٥٥٢٩	٠,٠٠١٠	٠,٠٥٢٥	٠,٠٩٧٤
٠٤	لعدد الأسهم المتداولت	٣,٢٢١٦	٣٤,٤٤٢٦	٠,٠٠٠٦	٠,٠٨٣٠	٠,١٠٠١
٠٥	(مليون سهم يوميًا)	٢٧,٧	٤١,١	٠,٠٠٠٥	٠,١٦٦	٠,٣٨
٠٦		٤٠,١	٢٠٥,٤	٠٠٠٧٠	٠,٢٢٧	٠,٥٨
٠٣	معدل حجم التداول اليومي (مليون دولار)	١٤,٣٦	٢,٠٨٠,٥٢	٠,٠٢	٣٠,٥	٢,٢١
٠٤		٦١,٣٧	٦,٢٨٥,٠٢	٠,٠١	٤٠,٢	٣,٢٢
٠٥		٩٥,٠	٣,٦٩٠,٩	٠,٠٠٥٨	٢,١	٣,٩
٠٦		٦٨,٢	٥,٢٩٤,١	٠,٠٠٣٩	٢,٣	٨,٨
٠٣	عدد الشركات المدرجت	٣٠	٧٠	٣	٤٥	١٤
٠٤		٣٥	٧٣	٣	٤٤	١٦
٠٥		٥٩	٧٧	٣	٤٥	١٥
٠٦		٦٠	٨٦	٢	٤٨	١٦

المصدر: تم جمعه من التقارير السنوية الصادرة عن صندوق النقد العربي / قسم الأسواق المالية للسنوات ٠٢/٠٤/٠٥/٠٦. www.amf.org

الهوامش

- (١) ابن منظور، لسان العرب ، دار صادر ، المجلد العاشر حرف (ق ، ك) الطبعة السادسة ، بيروت ص ، ص : ١٦٨ ، ١٩١
- (٢) مبارك بن سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول ، كنوز اشبيلية ط ٠١ السنة ٢٠٠٥ ، ص : ٣٩
- (٣) شعبان محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دار الفكر ، دمشق ٢٠٠١ ص : ٣١
- (٤) صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية ، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفني ، مصر طبعة الأولى سنة ٢٠٠١ ، ص : ١٠
- (٥) شعبان محمد إسلام - مرجع سابق - ، ص : ٤٦
- (٦) نفس المرجع السابق ، ص : ٣٨
- (٧) المشتقات المالية ، سمير عبد الحميد رضوان ، دار النشر للجامعات ، مصر الطبعة الأولى ٢٠٠٥ ، ص : ٢٩
- (٨) تحالفات أسواق الأوراق والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية مركز نقرة www.arrivadh.com ٢٥/٠٢/٢٠٠٧
- (٩) مغاوري شلبي البورصة العربية الموحدة مخاض عسير ٨/٥/٢٠٠١ www.islamonline.net في ٢٣/٢/٢٠٠٧ م
- (١٠) مجلة الجيش اللبناني ، اتحاد أسواق المال في لبنان يعيد لبيروت دورها الريادي في المنطقة 2007/02/20 www.learmy.gor.ib/article
- (١١) نفس المرجع .
- (١٢) مغاوري شلبي ، مرجع سابق .
- (١٣) صعق عبد الله الركيبي ، مشروع البورصة العربية ، الملتقى السادس لمجتمع الأعمال العربي ، دمشق ، ٢٧/٢٩ / أبريل / ٢٠٠٢ ، ص : ٤ .
- (١٤) مجلة الجيش اللبناني / مرجع سابق

- (١٥) صغفق عبد الله الركيبي مرجع سابق ص : ٥
- (١٦) مجلة الجيش اللبناني / مرجع سابق
- (١٧) صغفق عبد الله الركيبي مرجع سابق ص : ٦
- (١٨) صندوق النقد العربي ، مرجع سابق
- (١٩) www.uaeec.com/vb/ ٢٣/٠٢/٢٠٠٧
- (٢٠) البورصة الإلكترونية العربية نهاية مارس، مفكرة الإسلام ٢٠٠٦/٠٣/٠١
www.islammemo.com في ٢٠/٠٢/٢٠٠٧
- (٢١) صغفق عبد الله الركيبي مرجع سابق ص : ٦، ٧، ٨.
- (٢٢) جريدة الشرق تاريخ النشر ٢٠٠٧/٠٣/١١ www.alsharq.com في ١٥/٠٣/٢٠٠٧
- (٢٣) www.uaeec.com/vb/ مرجع سابق.
- (٢٤) حسين عبد اللطيف الاسرج ، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (٢٠٠٣-١٩٩٤) مع دراسة خاصة للبورصات العربية ص : ٢٠
www.gdnet.org/fulltext/1167293575_arab_stock.doc
- (٢٥) نفس المرجع السابق ص : ٢٠
- (٢٦) خليل الهندي وأنطوان الناشف ، العمليات المصرفية والسوق المالية ج ٢ المؤسسة الحديثة للكتاب ، لبنان ، سنة ٢٠٠٠ ، ص : ٢٨٢
- (٢٧) محمد براق ، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي ، الندوة العلمية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة الأوروبية، سطيف - الجزائر ٨ - ٩ ماي ٢٠٠٤ ، ص : ٩.
- (٢٨) أنطوان الناشف ، مرجع سابق، ص : ٢٨٣.
- (٢٩) محمد براق ، مرجع سابق، ص : ١١.
- (٣٠) حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية ، بسكرة ، ديسمبر ٢٠٠٣ ، ص : ٢٥٨.