

## تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003)

إعداد

حسين عبد المطلب الأسرج

ماجستير الاقتصاد-جامعة الزقازيق

دبلوم معهد التخطيط القومى

باحث اقتصادى بوزارة التجارة الخارجية المصرية

**E.Mail:hossien159@yahoo.com**

**MOBILE:(002)(0106237534)**

العنوان(عمل): 8 شارع عدلى -القاهرة-مصر-الدور 3

منزل: ميت راضى-بنها-القليوبية-مصر

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

## تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003)

### ملخص

تهدف هذه الورقة الى تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003). حيث تشير بيانات صندوق النقد العربي الى التحسن الملحوظ والمستمر في أداء البورصات العربية خلال فترة الدراسة. فقد قفز مؤشر الأسعار الذي يحتسبه الصندوق لهذه البورصات بنحو 40.9% ليصل الى 141.9 نقطة في عام 2003، محققاً أعلى مستوى له منذ عام 1994. كما ارتفعت أيضا رسملة البورصة بطريقة مستمرة من نحو 72.5 مليار دولار في عام 1994 لتصل الى 361.8 مليار دولار في عام 2003 بمتوسط معدل نمو سنوي بلغ 20%. وبالإضافة الى ذلك زادت قيمة التداول الى 59.7 مليار دولار في عام 2003 بالمقارنة بنحو 10.5 مليار دولار في عام 1994. بينما انخفض معدل دوران الأسهم الى 16.5% في عام 2003 بالمقارنة بنحو 43.9% في عام 1997. ومن جهة أخرى زاد اجمالي عدد الشركات المقيدة بالبورصات العربية في عام 2003 بنحو 103 شركة عما كانت عليه في عام 1994 لتصل الى 1723 شركة.

وأخيراً، حاولت الورقة ان توصي بعدد من السياسات لتنشيط البورصات العربية وزيادة التعاون فيما بينهم.

## تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003)

### مقدمة

زاد الاهتمام في العديد من الدول العربية بتأسيس وتطوير أسواق الأوراق المالية ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي، باعتبارها آلية مناسبة لتنفيذ برامج الخصخصة، ولأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف السبعينيات. ورغم هذا التعدد والانتشار النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية، وكذلك الاهتمام

المتزايد بتنشيطها، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الأمر في الدول الصناعية الرئيسية، أو حتى مثلما هو الحال في الدول حديثة التصنيع

### مشكلة البحث:

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاقها وانخفاض حجمها النسبي الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء فقد تراوح عدد الشركات في الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربي - باستثناء مصر- ما بين 3-161 شركة في عام 2003، وما بين 6-163 شركة خلال الفترة 1994-2003، كما تتصف أيضا بضعف سيولتها، حيث سجل معدل دوران الأسهم انخفاضا كبيرا في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه، ليصل إلى 16.5% مقارنة بنحو 31.3%، في حين أن أعلى نسبة لمعدل الدوران خلال الفترة 1994-2003 بلغت نحو 43.9% في عام 1997، وتبرز خطورة السمات السابقة إذا ما اقترنت بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي والذي تؤكد البيانات أن هذه النسبة منخفضة للغاية لمعظم الأسواق العربية باستثناء الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلي حيث وصلت إلى 99.4% في الكويت، و91.7% في البحرين عام 2002. ويؤدي انخفاض الحجم النسبي للبورصات وصغر حجم رأس مالها السوقي إلى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي، كما يلاحظ أيضا انخفاض حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي في معظم الأسواق باستثناء الكويت التي ترتفع فيها نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي حيث وصلت إلى نحو 62.9% في عام 2002. وقد وصلت هذه النسبة حوالى 16.5% في السوق السعودي، ونحو 7.1% في السوق المصري خلال عام 2002. علاوة على ما سبق فقد أثبتت التجربة أن الربط بين البورصات العربية كان خطوه شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات ولم يزد حجم التعاملات.

### أهمية البحث:

يعد تطوير وانفتاح الأسواق العربية على بعضها البعض أمرا ضروريا للغاية في ظل العولمة المالية والمستجدات الاقتصادية على الصعيدين العربي والعالمي بما يؤمن تعبئة المدخرات العربية وتوظيفها في أوجه الاستثمارات المختلفة. فالاندماج في النظام العالمي الجديد ومواجهة تحديات العولمة وإزالة الحواجز أمام تجارة السلع والخدمات وخاصة المالية منها؛ يفرض على أسواقنا العربية العمل على التطوير حتى يتم التوصل إلى سوق موحدة من خلال ربط البورصات العربية وإقامة سوق مالية عربية مشتركة، بالإضافة إلى ضرورة تطوير البنية المؤسسية لأسواق المال العربية وإعادة هيكلتها وتذليل العقبات التي تواجهها بالتعاون العربي المشترك. وعلى هذا فأهمية البحث تكمن في أهمية دراسة البورصات العربية كآلية تستهدف تحقيق التكامل المالي العربي وزيادة التدفقات المالية العربية.

### هدف البحث:

يهدف البحث باستخدام المنهج التحليلي القائم على استقراء البيانات وتحليلها إلى مايلي:-

- استعراض بياجاز ظروف واوضاع الدول العربية.
- تحليل أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 1994-2003.
- إلقاء الضوء على أهم خصائص البورصات المالية العربية.
- صياغة عدد من المقترحات لتطوير البورصات المالية العربية.

### حدود البحث:

- يشمل نطاق الدراسة البورصات العربية المشاركة بقاعدة بيانات صندوق النقد العربي دون التطرق للأسواق الأخرى لصعوبة الحصول على بيانات متكاملة ومتناسقة مع هدف البحث.

- يركز البحث على تحليل اداء هذه البورصات خلال الفترة 1994-2003

### الطريقة البحثية ومصادر البيانات

اتبع الباحث الطريقة الوصفية والطريقة الكمية؛ حيث تم استخدام بعض الأدوات الاحصائية كمقاييس النزعة المركزية ومعدلات النمو بالإضافة الى الأشكال والرسومات البيانية ومن خلال المنهج التحليلي القائم على استقراء البيانات وتحليلها للوصول الى النتائج تم صياغة عدد من المحاور لتفعيل البورصات العربية بصفة عامة.

### خطة البحث:

- المبحث الأول: توصيف اوضاع الدول العربية
- المبحث الثاني: تحليل أداء سوق الأوراق المالية الأوراق المالية العربية
- المبحث الثالث: خصائص اسواق الأوراق المالية العربية
- المبحث الرابع: مقترحات لتطوير اسواق الأوراق المالية العربية:

### المبحث الأول

#### توصيف اوضاع الدول العربية

تعد البورصات حديثة العهد في معظم الدول العربية فيما عدا مصر ولبنان حيث ظهرت في مصر أول سوق للأوراق المالية في المنطقة العربية، وذلك بقيام بورصة الإسكندرية عام 1883 ثم بورصة القاهرة عام 1898، في حين ان بورصة بيروت لم تظهر الا عام 1920. وبعد ذلك دأبت الدول العربية على انشاء وتطوير البورصات نظرا لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف السبعينيات. ورغم هذا التعدد والانتشار النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية، وكذلك الاهتمام المتزايد بتنشيطها، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الأمر في الدول الصناعية الرئيسية، أو حتى مثلما هو الحال في الدول حديثة

وفى ضوء الأحداث العالمية والأقليمية التي تشهدها المنطقة العربية ، وتزايد الاتجاه نحو العولمة المالية والتحرر المالي<sup>1</sup>؛ تتزايد أهمية البورصات فى تحقيق التكامل المالى العربى من خلال حرية انتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية وزيادة التعاون بينها مما يعمل تدريجاً على تعميم مجالات التعاون فى مجال التجارة الخارجية من استيراد وتصدير وتشجيع الاستثمارات العربية البينية . وهناك عديد من العوامل التى تعتبر مواتية لتفعيل السوق العربية للأوراق المالية، منها:-

أولاً: تحسن مناخ الاستثمار فى معظم الدول العربية: تؤكد بيانات تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2003، تحسن جميع المؤشرات الاقتصادية الدالة على مناخ الاستثمار وهى:-<sup>2</sup>

1. النمو الاقتصادي: تحسن متوسط معدل النمو الحقيقى للنتائج المحلى الاجمالي فى الدول العربية ليلبغ 4.5% مقابل 2.9% ، متجاوزاً معدل النمو العالمى البالغ 3.9%. وقد حققت الكويت أعلى معدل نمو حيث بلغ 9.9% يليها الإمارات بنحو 7% ثم السودان بنحو 6.4%، فى حين حققت اليمن وسلطنة عمان أقل معدلات نمو حيث بلغت 1.05% ، 2.2% على الترتيب.

2. التوازن الداخلى: شهد التوازن الداخلى (نسبة عجز/فائض الموازنة للنتائج المحلى الاجمالي) تحسناً فى 14 دولة مقابل تراجع فى 4 دول، فقد سجل مؤشر عجز الميزانية العامة كنسبة من الناتج المحلى الاجمالي انخفاضاً فى ثمان دول عربية هـى: الإمارات، البحرين، جيبوتى، لبنان، الأردن، موريتانيا، المغرب، اليمن ليصل إلى 8.5%، 1%، 7%، 14.4%، 2.3%، 2.5%، 1.27%، 0.43% على الترتيب وارتفعت هذه النسبة فى كل من سوريا، تونس، مصر لتصل إلى 9.7%، 2.5%، 6.3% على الترتيب. ومن جهة أخرى حققت كل من قطر، وسلطنة عمان، ليبيا فائضاً فى المالية العامة كنسبة من الناتج المحلى بلغ 6.9%، 2%، 2.6% على الترتيب، فى حين تراجعت نسبة هذا الفائض فى الكويت ليصل إلى 24.8% وتحول العجز إلى فائض فى كل من السعودية والجزائر ليصل إلى 0.4%، 2.68% على الترتيب وحافظ السودان على نسبة عجز قدرها 0.9%.

3. التوازن الخارجى: شهد التوازن الخارجى (نسبة عجز/فائض الحساب الجارى للنتائج المحلى الاجمالي) تحسناً فى 12 دولة مقابل تراجع فى 6 دول، فقد سجل مؤشر عجز الحساب الجارى كنسبة من الناتج المحلى الاجمالي انخفاضاً فى خمس دول عربية هـى: البحرين، لبنان، جيبوتى ، تونس ، السودان ليصل إلى 3.2%، 25.6%، 1.6%، 3%، 6.7% على الترتيب كما تمكنت إحدى عشر دولة عربية من الاستمرار فى تحقيق فائض فى الحساب الجارى ، إذ ارتفعت هذه النسبة فى سبع دول عربية شملت كل من ليبيا، الكويت، سلطنة عمان، السعودية، الجزائر ، الأردن ، مصر لتصل إلى 16.3%، 20.1%، 11.3%، 12.9%، 15.7%، 11.4%، 4.3% على الترتيب. ومن جهة أخرى انخفضت نسبة فائض الحساب الجارى من الناتج المحلى الاجمالي فى خمس دول هـى: الإمارات ، قطر، المغرب، اليمن سوريا لتصل إلى 11.7%، 15.3%، 2.9%، 0.6%، 5% على الترتيب ، وزادت نسبة عجز الحساب الجارى من الناتج المحلى الاجمالي فى موريتانيا بصورة ملحوظة لتصل إلى 17.2%.

<sup>1</sup> يمكن تعريف العولمة بأنها زيادة درجة الارتباط المتبادل بين المجتمعات الانسانية من خلال تدفق السلع والخدمات والأموال والتكنولوجيا والقوى البشرية والمعلومات ،بينما يمكن تعريف العولمة المالية على انها تكامل النظم المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية، وهذا التكامل يحتاج فى الأساس الى أن تقوم الحكومات بتحرير القطاع المالى المحلى وايضا تحرير حساب رأس المال ويتعاطم ذلك التكامل عندما يودى الى زيادة تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود وزيادة مشاركة المقرضين والمقرضين المحليين فى الأسواق العالمية ،لمزيد من التفاصيل حول العولمة المالية وآثارها والمحاذير والفرص التى تتيحها للدول النامية، راجع:-

- رمزى زكى، عولمة الأسواق المالية: الفرص والمحاذير للبلاد النامية، المؤتمر العلمى الرابع للاقتصاديين الكويتيين، الجمعية الاقتصادية الكويتية، الكويت 26-28 ابريل 1999

- عمرو محيى الدين، "العولمة والتغيرات الجوهرية فى بنية الاقتصاد العالمى: اندماج وتكامل هيكل التجارة العالمية وتفكك هيكل الإنتاج الصناعى"، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعى، العدد (71)، ديسمبر 2002.

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

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

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

<sup>2</sup> المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2003"، الكويت ، ص ص 27-30

4. **معدل التضخم:** سجل متوسط معدل التضخم في الدول العربية ارتفاعا طفيفا ليصل إلى 2.9% عام 2003 مقابل 2.1% في العام السابق وكان ذلك محصلة انخفاض معدل التضخم في 5 دول مقابل ارتفاعه في 13 دولة وإن كان ذلك ما دون معدل تضخم بلغ 7% فيما عدا السودان واليمن حيث بلغ معدل التضخم بهما 7.7% ، 11.8% على الترتيب.
5. **المؤشر المركب لمناخ الاستثمار<sup>1</sup>:** شهد المؤشر المركب لمكونات السياسات الاقتصادية (الميزان الداخلي والميزان الخارجي ومعدل التضخم) لمناخ الاستثمار في الدول العربية تحسنا ملحوظا خلال عام 2003 إذ بلغ 1.01% مقابل 0.9% عام 2002 ، 0.7% عام 2001 ولكنه ما زال منخفضا عن أعلى مستوى بلغه عام 2000 حيث بلغ 1.2%. ويعزى التحسن في مناخ الاستثمار بوجه عام إلى تأثير ارتفاع العوائد النفطية للدول العربية المصدرة للبترول بتأثير تحسن أسعار النفط خلال العام وانعكاس ذلك ايجابيا على الواردات ووضع المالية العامة مما دعم برامج الإصلاح الاقتصادي ومشاريع البنية التحتية التي تقوم بها الدول العربية.

ثانيا: **تطوير الأسواق المالية العربية:** عملت الحكومات في عديد من الدول العربية منذ بداية التسعينيات على تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع جوانب هذه الأسواق، كما عملت على إدخال أحدث الأساليب والمعايير المتعارف عليها دوليا للعمل فيها من أجل الارتقاء بأدائها وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الاستثمارات الخارجية. ويمكن إيجاز أهم التطورات في الأسواق المالية العربية فيما يلي:<sup>2</sup>

1. **تعزيز الدور الرقابي:** إتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور الرقابي والتشريعي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للحكومة عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص. وقامت باعادة هيكلة اسواقها المالية من خلال اصدار القوانين والتشريعات والتي بموجبها تم فصل الجهاز الرقابي المعنى باصدار الأحكام والقواعد التي تنظم اصدار وتداول الأوراق المالية عن ادارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية.<sup>3</sup>
2. **تعزيز الشفافية والإفصاح:** أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر. وبالإضافة إلى ما تقوم به معظم هذه الأسواق من اصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، توجهت إلى نشر بياناتها من خلال شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها. كما ألزمت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية الشركات المساهمة بتقديم تقارير ربع ونصف سنوية.

<sup>1</sup> في محاولة لقياس أداء الاقتصاديات العربية وتوصيف مناخ الاستثمار في الدول العربية قامت المؤسسة العربية لضمان الاستثمار منذ عام 1996 بتأسيس مؤشر مركب يقيس درجة التحسن أو التراجع في مناخ الاستثمار في الدول العربية ، وتستند المنهجية التي تم اعتمادها لتعريف البيئة الاقتصادية المستقرة والمحفزة والجاذبة للاستثمار إلى أنها تلك التي تتميز بعدم وجود عجز في الميزانية العامة ، يقابله عجز مقبول في ميزان المدفوعات ، ومعدلات متدنية للتضخم وسعر صرف غير مغالى فيه وبيئة سياسية ومؤسسية مستقرة وشفافية يمكن التنبؤ بها لأغراض التخطيط المالي والتجاري والاستثماري. وشمل المؤشر المركب ثلاث مجموعات هي السياسات المالية والنقدية والمعاملات الخارجية، بينما التطورات النوعية المتعددة التي تؤثر في مجمل المناخ مثل درجة الاستقرار السياسي والتطورات التشريعية والمؤسسية، وتنمية الموارد البشرية وما يتم من خطوات في مجال الترويج ، فإن المؤشر لا يعكسها. ويعرف المؤشر حسابيا بأنه متوسط متوسطات المؤشرات الثلاثة (متوسط مؤشر السياسة المالية ، متوسط مؤشر السياسة النقدية ، متوسط مؤشر سياسة المعاملات الخارجية). المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، "تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2002" ، الكويت ، ص ص 28-29

<sup>2</sup> راجع:-

- صندوق النقد العربي، "التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2003" ، الفصل السابع ، ص ص 13-17 بموقع الصندوق على الانترنت [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) .

- صندوق النقد العربي، "مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية" ، أبو ظبي ، يونيو 2003 ، ص ص 13-20.

<sup>3</sup> تجدر الإشارة إلى عدد الأسواق التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ في عام 2002 سبعة أسواق هي: الأردن ، مصر ، عمان ، تونس ، المغرب ، الامارات ، الجزائر. أما بقية الدول العربية فإن أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معا الرقابي والتنفيذي.

3. تطوير دور المستثمر الرئيسي وزيادة الأدوات الاستثمارية: اتجه معظم اسواق الأوراق المالية العربية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة.<sup>1</sup> ولهذا عملت السلطات على تشجيع الادخار طويل الأجل باحداث حسابات ادخار من الأسهم المدرجة فى الأسواق وتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهينات التأمين والمعاشات وشركات التأمين بالتعامل فى هذه الأسواق. ومن جانب آخر، تسعى البورصات العربية الى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل الى أسهم وصناديق الاستثمار.<sup>2</sup>
4. تعديل الأنظمة الضريبية: توجه العديد من الدول العربية نحو إدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى. وعملت هذه الدول على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.<sup>3</sup>
5. تطوير أنظمة كل من التداول والمقاصة والتسوية: اتجهت معظم الدول العربية نحو استخدام التقنيات الحديثة وتحديث أنظمة التداول لديها من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كما تم أيضا إدخال خدمة التداول عن بعد فى بعض الأسواق المالية العربية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من اتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة الى وجود مندوبين عنها فى السوق. أما بالنسبة لأنظمة التسوية والحفظ المركزي فقد أنشأ العديد من الدول العربية مراكز ايداع وحفظ مركزي تتميز بالكفاءة وتعمل فى البعض الآخر منها بصورة مستقلة عن البورصة، وتقوم بمزاولة تسجيل ونقل الملكية بين الوسطاء الماليين.<sup>4</sup>

**ثالثا: انتشار برامج الخصخصة فى الدول العربية:** تشير تجارب الدول النامية فى هذا الشأن الى وجود علاقات متبادلة بين الخصخصة وأسواق الأوراق المالية، بحيث يعزز كل من هذين النشاطين الآخر من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية النهائية. فوجود سوق نشط للأوراق المالية يستند على القواعد التشريعية الضرورية وتتوافر لديه الخدمات المالية المتطورة يساعد فى تحقيق الأهداف النهائية لبرامج الخصخصة من جهة أخرى تشكل الخصخصة حافزا فعلا لتطوير وإصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال

<sup>1</sup> يسعى المستثمر المؤسسى الى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية. أما المستثمر الفرد فيهدف الى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة. وحيث أن درجة الوعى لديه لا تزال متدنية، فإن ذلك من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة التعامل فى البورصات العربية.

<sup>2</sup> تعد صناديق الاستثمار من أنسب أدوات تعبئة للمدخرات وتنميتها فى البورصات العربية، باعتبارها آلية لتوظيف الأموال فى أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد، وتتيح للمستثمرين العرب والأجانب سواء المقيمين بالداخل أو بالخارج استثمار اموالهم دون الحاجة الى التواجد بالمنطقة. لمزيد من التفاصيل حول صناديق الاستثمار وأنواعها ومزاياها راجع:-

- مثال محمد محمد متولى، المدخرات فى الاقتصاد المصرى، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1995، صص 138-139.

- جيسى جرجس بسطا، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر"، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1997، صص 217-219.

- حسين عبد المطلب الأسرج، "دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر"، رسالة ماجستير، كلية التجارة-جامعة الزقازيق، 2002، صص 59-60.

- لبنى أبو العلا، "صناديق الاستثمار فى مصر كأداة ادخار واستثمار"، مجلة المال والتجارة، الأعداد (312)، (313)، (314)، ابريل، مايو، يونيو 1995

- نشأت عبد العزيز معوض، "بورصات الأوراق المالية زصناديق الاستثمار"، الجزء الثانى، كتاب الأهرام الاقتصادى، العدد 76، يونيو 1994.

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

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

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

<sup>3</sup> تجدر الإشارة الى عدم وجود أى ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية فى جميع الدول العربية التى تمتلك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة 10%. بالإضافة الى تعديل الأنظمة الضريبية المرتبطة بها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على ادراج أسهمها فى السوق.

<sup>4</sup> اتجه العديد من الأسواق العربية الى تطبيق المعايير الدولية فى هذا المجال. فبالنسبة للأسواق التى تمتلك أنظمة تداول إلكترونية ومراكز للإيداع والتحويل يتم نقل ملكية الأسهم من حساب البائع الى حساب المشتري إلكترونيا فور اتمام الصفقة فى اليوم نفسه، ويتم عملية التسوية المالية بين السوق والوسطاء المعتمدين عن طريق بنك التسوية فى اليوم التالى لتاريخ اتمام الصفقة (T+1). أما فيما يتعلق بباقي الأسواق فيتم نقل ملكية الأسهم بعد يوم واحد من تاريخ تنفيذ الصفقة (T+1). ويتم عملية التسوية بعد ثلاثة أيام عمل بعد يوم التداول كحد أقصى (T+3).

تعزيرها لحجم المعروض من الأسهم وجذبها لاستثمارات الحافظة إلى هذه الأسواق ومن ضمنها استثمارات المغتربين الموجودة حاليا في أسواق مالية أجنبية.

وتقدر حصيلة الخصخصة الإجمالية في الدول النامية خلال الفترة (1990-2000) حوالي 342 مليار دولار. بينما بلغت هذه الحصيلة في الدول العربية نحو 17.5 مليار دولار أمريكي خلال الفترة (1990-2001). ويلاحظ أن هذه الحصيلة ارتفعت بصورة متصاعدة سنة بعد أخرى، حيث ارتفعت من نحو 2 مليون دولار عام 1990 إلى أن وصلت إلى 2.5 مليار دولار في عام 1997، ولكنها تراجعت بعد ذلك تدريجيا في ضوء التباطؤ الذي حدث في النمو الاقتصادي العالمي إلى أن بلغت حوالي 1.8 مليار دولار عام 2000، ثم ارتفعت إلى نحو 3 مليار دولار عام 2001.<sup>1</sup>

وعلى ذلك فبرامج الخصخصة في الدول العربية تعد من المؤشرات الايجابية بمستقبل التعاون بين أسواق رأس المال العربية، وستشكل أسهم المشروعات المعروضة للاكتتاب العام في الدول العربية موردا للبورصات العربية بأعداد متزايدة من الأوراق المالية لسنوات عديدة قادمة.

رابعا: التطورات المؤسسية والتشريعية لجذب الاستثمار الأجنبي العربية: تم في معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار، هدفت في مجملها، إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق<sup>2</sup>، ويمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين، تضم الأولى منها، الدول التي لا تفرض أي قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وتشمل مصر والمغرب والجزائر ولبنان. أما المجموعة الثانية، فتشمل الدول التي تفرض قيودا، ولكن بنسب متفاوتة على الاستثمار الأجنبي، وهي تونس ودول مجلس الخليج العربي.<sup>3</sup>

وقد شهد تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول العربية تطورا ملحوظا خلال الفترة (1995-2001) حيث ارتفع إجماليها من 0.25 مليار دولار عام 1995 إلى 6.03 مليار دولار عام 2001، وقد بلغ ذروته عام 1998 ليصل إلى 8.46 مليار دولار. ويلاحظ أن أعلى نسبة للاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية من إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم بلغت نحو 1.5% خلال عام 1997، وظل يتأرجح حول 1% في الأعوام 2001، 1998، 1996. كما بلغ متوسط هذه النسبة خلال الفترة حوالي 0.65%. كما بلغ متوسط نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية خلال نفس الفترة حوالي 0.7%. وتقدر البيانات الأولية أن تكون الدول العربية قد استقطبت حوالي 6.5 مليار دولار عام 2003.<sup>5</sup>

خامسا: تحسن وضع الدول العربية في المؤشرات العربية: يلاحظ أن أغلبية الدول العربية تلقت تصنيفا ايجابيا في عدد من المؤشرات التي تصدرها مؤسسات دولية مختلفة وتعكس بيئة الاستثمار الملائمة، وذلك فيما يخص المؤشرات الكلية، كما أن أغلبها يميل إلى التحسن ويبدى اهتماما بالدخول في هذه المؤشرات. أما المؤشرات المحددة التي تشمل جوانب متخصصة كالشفافية والمعلوماتية فأنها تقتصر على قلة من الدول العربية ولم تحرز تصنيفا ايجابيا في أغلب الأحيان.<sup>6</sup>

سادسا: اتخاذ الاتحاد العربي للبورصات قرارا بإنشاء أول شركة مقاصة عربية برأس مال 10 ملايين دولار مقسمه علي الدول الأعضاء مقرها في بيروت وتختص هذه الشركة

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2002"، أبو ظبي، سبتمبر 2003، ص 157، ص 160.  
<sup>2</sup> تجدر الإشارة إلى أنه تم خلال الفترة (1991-2002) إدخال نحو 1641 تعديلا قانونيا توجه ما يزيد على نسبة 95% منها نحو مزيد من الافتتاح والتحرير وتقديم الحوافز والضمانات مما يعكس تنامي الوعي لدى الدول بتعزيز قدرتها التنافسية ومناخها الاستثماري. في حين بلغ في نهاية عام 2002 عدد الاتفاقيات الثنائية لحماية وتشجيع الاستثمار 2181 اتفاقية، أما عدد الاتفاقيات الثنائية المبرمة لتجنب الازدواج الضريبي فقد بلغ 2256 اتفاقية خلال الفترة ذاتها. راجع: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2003"، مرجع سابق، ص 16.  
<sup>3</sup> صندوق النقد العربي، "مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية"، مرجع سابق، ص 17.  
<sup>4</sup> المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2002"، مرجع سابق، ص 47.  
<sup>5</sup> المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2003"، مرجع سابق، ص 36.  
<sup>6</sup> لمزيد من التفاصيل، راجع: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2002"، مرجع سابق، ص 167-95.

بتسوية التعاملات بين البورصات من ناحية وبينما وبين البورصات العالمية من ناحية أخرى كما تهدف هذه الشركة الي تشجيع انتقال رؤوس الأموال العربية بين البورصات العربية بلا قيود وضمان تسوية حقوق المتعاملين فيها ويعتبر إنشاء هذه الشركة بمثابة نقله نوعيه علي صعيد العمل المشترك في مجال توحيد البورصات

سابعاً: الاتفاق بين الدول العربية علي إنشاء شبكه معلومات لأسواق المال عبر شبكه الانترنت ، لأن تجريبه الربط بين البورصات كشفت النقاب عن أن ضعف حجم التعاملات المتبادلة يعود الي ضعف المعلومات المتوافرة للمستثمرين عن البورصات في الدول العربية . ويتم من خلال هذه الشبكه توحيد قاعدة المعلومات والبيانات وسرعة نقل المعلومات ليوافر للمتعاملين في الأوراق المالية في مختلف الدول العربية إمكانية متابعه التعاملات في أي بورصة عربيه في التوقيت نفسه وقد بدأت هذه الشبكه عملها في نوفمبر 2001. وتوفر هذه الشبكه المعلومات الحية للمستثمرين والمهتمين بالأسواق المالية العربية مثل أسعار التداول والمعلومات الخاصة بالأسواق المالية العربية والشركات المدرجة بها بالإضافة الي الأخبار والتقارير الاقتصادية المختلفة.

ثامناً: اتخاذ الخطوات الضرورية لإيجاد شركه كبري للمقاصة والحفظ المركزي علي المستوي العربي.

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

## المبحث الثاني

### تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003)

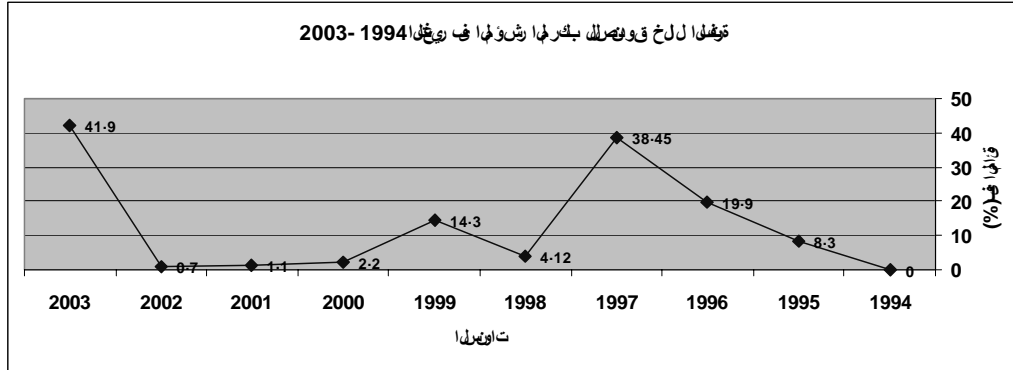
وتؤكد البيانات المتاحة حدوث نشاط ملحوظ في أداء البورصات العربية مجتمعة والتي يرصد تطوراتها صندوق النقد العربي<sup>2</sup> - خلال الفترة 1994-2003 وفيما يلي عرض لأهم مؤشرات أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003.

1- المؤشر المركب للصندوق: أظهر المؤشر المركب للصندوق النقد العربي - كما يتضح من الشكل التالي- أن أداء اسواق الأوراق المالية سجل ارتفاعاً كبيراً في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه فقد ارتفع هذا

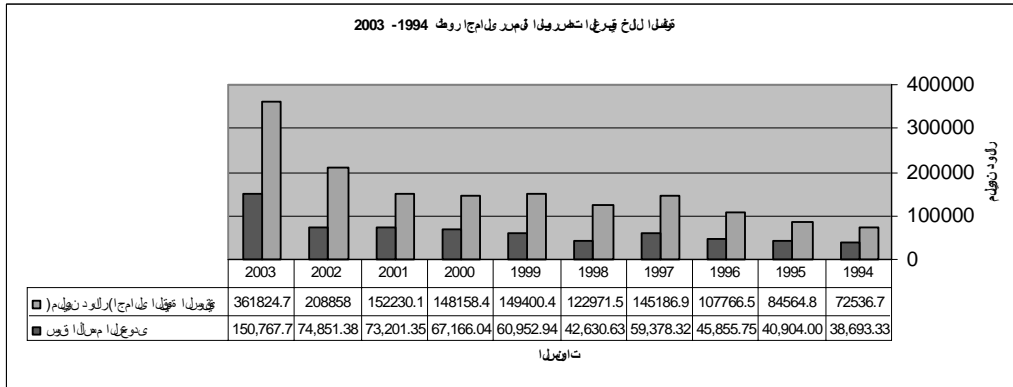
<sup>1</sup> بدأت الدول العربية الخطوات العملية نحو إنشاء سوق موحده للأوراق المالية في الوطن العربي، وكانت أولى هذه الخطوات إنشاء اتحاد للبورصات العربية في عام 1982 في إطار جامعه الدول العربية وكان يضم أربع بورصات فقط في بدايته هي لبنان و عمان وتونس والمغرب وأصبح يضم حالياً معظم الدول العربية؛ ويركز الاتحاد في عمله علي توسيع قاعدة العضوية وتشجيع اقامه بورصات جديدة ونشر الوعي بعمل البورصات بين المواطنين وتشجيع تبادل المعلومات والبيانات الخاصة بنشاط البورصات وكانت الخطوة الثانية علي هذا الطريق هي عمليه الربط بين البورصات العربية التي مرت بمرحلتين : الأولى والتي امتدت منذ 1987 وحتى 1992 وركزت علي تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات بين البورصات الأعضاء في عمليه الربط ولكن هذه المرحلة كشفت عن بعض المعوقات أهمها اختلاف شروط القيد للشركات وتباين القوانين المنظمة لعمليات التداول. والمرحلة الثانية تبنت آلية جديدة للربط بين البورصات من خلال توقيع اتفاقيات ثنائية أو ثلاثية أو متعددة الأطراف وفي هذا السياق جاء التوقيع علي اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال المصرية في ابريل 1996 والتي انضمت إليها بورصة بيروت في مرحله تاليه لتصبح اتفقيه ثلاثية تشرف علي تنفيذها لجنه فنيه ثلاثية وبمشاركه ممثل عن اتحاد البورصات وتم دعم هذا الاتفاق بتوقيع اتفاق للتعاون بين الوسطاء في بورصات الدول الثلاث في يناير 1997 ولكن الملاحظ أن الدول الأخرى لم تنضم الي هذا الاتفاق الثلاثي كما كان متوقعا وفضلت الدخول في اتفاقيات ثنائية فوقت كل من البحرين والكويت والبحرين وعمان وعمان والكويت اتفاقيات ثنائية للربط بينها وهو ما يعني عدم التعليه علي الاتفاق الثلاثي والذي كان ينظر اليه باعتباره نواه لقيام بورصة موحدة.

<sup>2</sup> راجع المرفق الملحق بنهاية البحث.

المؤشر بنسبة كبيرة بلغت 40.9% ليبلغ 141.9 نقطة. ويعد هذا المستوى من أعلى المستويات التي بلغها مؤشر الصندوق منذ البدء باحتسابه في عام 1994.



2- رسملة البورصة: يتضح من الشكل البياني التالي التصاعد المستمر لرسملة البورصات العربية مجتمعة حيث ارتفعت من نحو 72.5 مليار دولار عام 1994 الى حوالي 361.8 مليار دولار عام 2003 بمتوسط معدل نمو سنوي بلغ حوالي 20% خلال الفترة (2003-1994). ويلاحظ ان الأهمية النسبية لسوق الأسهم السعودي في رسملة البورصة قد انخفضت من 53% عام 1994 الى نحو 45.3% عام 2000 ثم الى 43.5% عام 2003. كما انخفضت ايضا الأهمية النسبية لسوق الكويت للأوراق المالية من 15% عام 1994 الى 13.4% عام 2000 الا أنها ارتفعت ارتفاعا طفيفا في عام 2003 لتصل الى 15.6%. ويلاحظ ان الأهمية النسبية للسوق المصري للأوراق المالية قد قفزت من نحو 5.9% عام 1994 الى حوالي 20.8% عام 2000، الا أنها أخذت في التراجع في السنوات التالية لتصل الى 7.7% عام 2003.



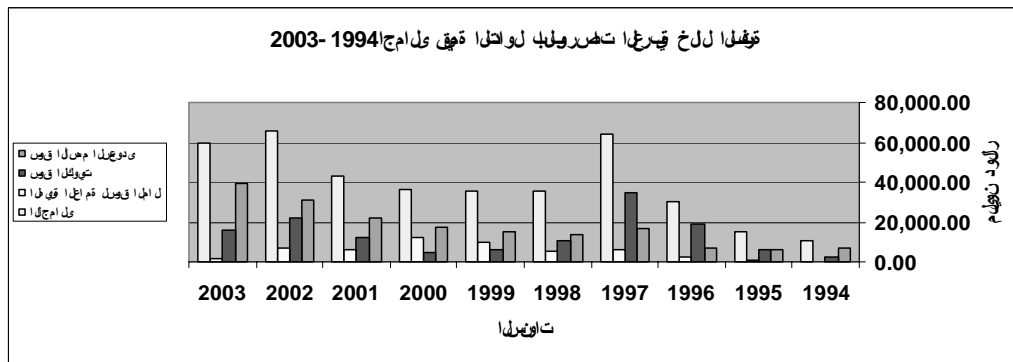
وتجدر الإشارة الى ان اجمالي رسملة البورصات العربية قد ارتفعت بنحو 37%، 72.3% أعوام 2002، 2003 على الترتيب. ويعزى هذا التحسن في العامين الأخيرين بشكل أساسي إلى الزيادات الهائلة التي شهدتها أسواق السعودية والكويت، بالإضافة إلى دخول أسواق كل من الإمارات وقطر في عام 2002، أسواق السودان والجزائر في الربع الأول من عام 2003 لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي. وعلى الرغم من ذلك فإنها ما تزال منخفضة خاصة عند مقارنتها ببعض الأسواق، حيث بلغت 131 مليار دولار في الهند، 2126 مليار دولار في اليابان، نحو 967، 686 مليار دولار في فرنسا وألمانيا على الترتيب عام 2002.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>-Lamba,Asjeet S."An Analysis of the Dynamic Relationships Between South Asian and Developed Equity Markets",National Stock Exchange of India Limited,Research Papers No 83,p 15

<http://www.nseindia.com/content/research/compmpaper-lat 83.pdf>

ويلاحظ انخفاض القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي فى معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة البورصة الى الناتج المحلي حيث وصلت الى 99.4% فى الكويت ، 91.7% فى البحرين عام 2002. وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبى للبورصات العربية.

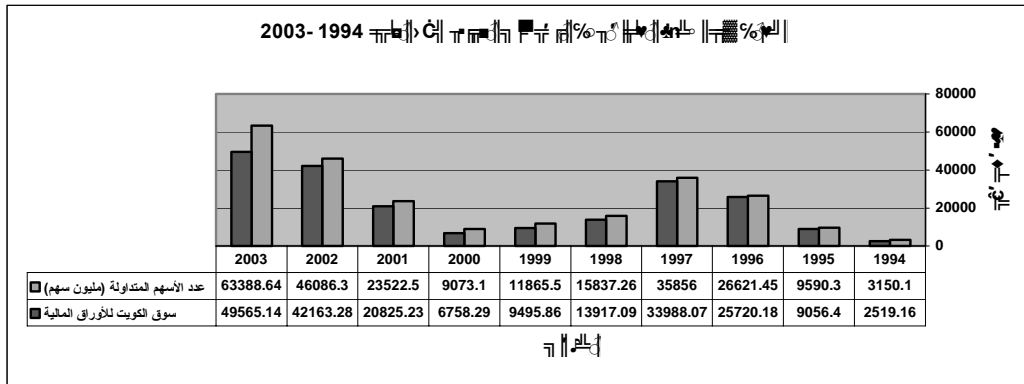
3- اجمالى حجم التداول: يتضح من الشكل البياني التالى الاتجاه التصاعدي لرسملة البورصات العربية مجتمعة حيث ارتفعت من نحو 10.5 مليار دولار عام 1994 الى حوالى 59.74 مليار دولار عام 2003 بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ حوالى 21.3% خلال الفترة (1994-2003). ويلاحظ ان الأهمية النسبية لسوق الأسهم السعودى فى اجمالى قيمة التداول قد انخفضت من 63.1% عام 1994 الى نحو 47.4% عام 2000 ثم ارتفعت الى 65.4% عام 2003. وعلى العكس من ذلك ارتفعت الأهمية النسبية لسوق الكويت للأوراق المالية من 18.6% عام 1994 الى 63% عام 1996 الا أنها أخذت اتجاها تنازليا فى السنوات التالية لتصل الى 11.5% عام 2000 ثم ارتفعت فى عام 2003 لتصل الى 26.1%. ويلاحظ ان الأهمية النسبية للسوق المصرى للأوراق المالية قد قفزت من نحو 3.4% عام 1994 الى حوالى 32% عام 2000، الا أنها أخذت فى التراجع فى السنوات التالية لتصل الى 2.1% عام 2003. وعلى الرغم من ذلك فإنها ما تزال منخفضة خاصة عند مقارنتها ببعض الأسواق، حيث بلغت 197 مليار دولار فى الهند، 1573 مليار دولار فى اليابان، نحو 934.7، 1233 مليار دولار فى فرنسا والمانيا على الترتيب عام 2002.<sup>1</sup>



ويلاحظ انخفاض حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي فى معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت التى ترتفع فيها نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي حيث وصلت الى نحو 62.9% فى عام 2002. وقد وصلت هذه النسبة حوالى 16.5% فى السوق السعودى، ونحو 7.1% فى السوق المصرى خلال عام 2002. وهذا مؤشر على انخفاض الطاقة الاستيعابية للبورصات العربية.

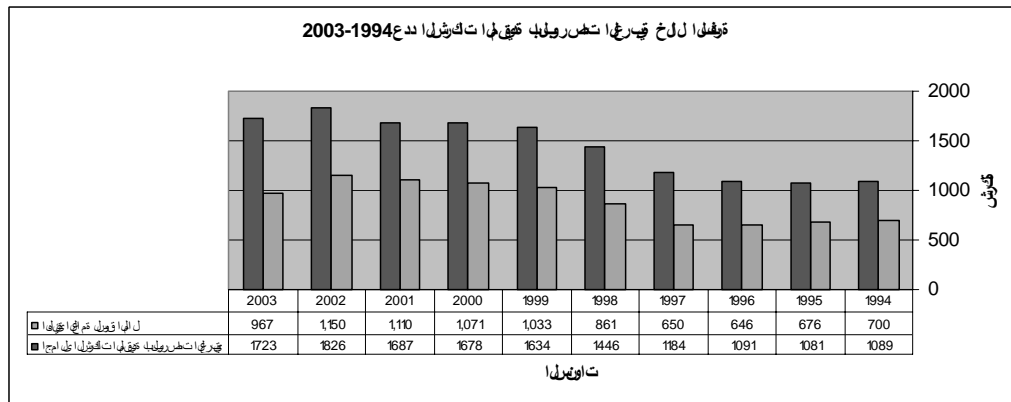
4- اجمالى عدد الأسهم المتداولة: يتضح من الشكل التالى الاتجاه التصاعدي لاجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1994-2003) حيث ارتفعت من حوالى 3.2 مليار سهم فى عام 1994 الى حوالى 63.4 مليار سهم فى عام 2003 بمتوسط معدل نمو بلغ 39.3% خلال الفترة (1994-2003) وبمعدل نمو سنوى بلغ 96.2%، 40.6% خلال عامى 2002، 2003 على الترتيب. ويلاحظ أن الأهمية النسبية لسوق الكويت للأوراق المالية فى اجمالى عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية قد تزايدت من نحو 79.9% فى عام 1994 الى نحو 91.5% عام 2002 ثم انخفضت بصورة ملحوظة لتصل الى 78.2% فى عام 2003.

<sup>1</sup> -Lamba,Asjeet S."An Analysis of the Dynamic Relationships Between South Asian and Developed Equity Markets", Ibid, p 15



كما تزايدت أيضا الأهمية النسبية للسوق السعودي للأوراق المالية في إجمالي عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية قد تزايدت من نحو 4.8% في عام 1994 إلى نحو 8.8% في عام 2003. وتزايدت الأهمية النسبية للسوق المصري للأوراق المالية في إجمالي عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية من نحو 0.9% إلى نحو 2.2% خلال نفس الفترة.

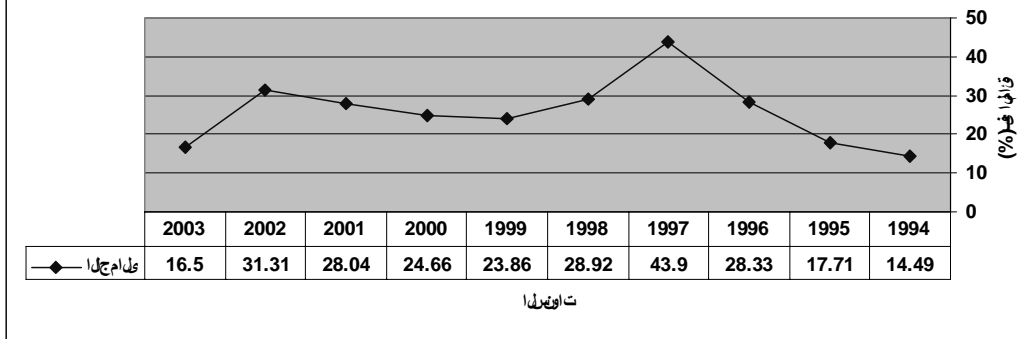
5- إجمالي عدد الشركات: يتضح من الشكل التالي الاتجاه التصاعدي لإجمالي عدد الشركات المقيدة بأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1994-2003) حيث ارتفع من 1089 شركة في عام 1994 إلى 1826 شركة في عام 2002 ثم انخفض بمقدار 103 شركة في عام 2003 ليصل إلى 1723 شركة. ويلاحظ ارتفاع الأهمية النسبية للسوق المصري للأوراق المالية في إجمالي عدد الشركات المقيدة بالبورصات العربية حيث بلغت حوالي 64% في عام 1994 ارتفعت إلى نحو 65.8% عام 2001 ثم انخفضت في عام 2003 لتصل إلى 56%.



ويتضح من الجدول رقم (2) أن عدد الشركات في الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربي - باستثناء مصر يتراوح ما بين 3-161 شركة في عام 2003، وما بين 6-163 شركة خلال الفترة 1994-2003، وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي للبورصات العربية.

6- معدل دوران الأسهم (%): عبارة عن قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسوما على القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة، ويظهر الشكل التالي أن معدل دوران الأسهم في البورصات العربية قد سجل انخفاضا كبيرا في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه، حيث انخفض إلى 16.5% مقارنة بنحو 31.3%. وقد بلغت أعلى نسبة لمعدل الدوران خلال الفترة 1994-2003 نحو 43.9% في عام 1997. ويعتبر معدل الدوران خير مقياس لتحقيق السيولة.

تفضلدا ل ل خ قيرغلا تهرولبل نارولدا لدعم روهك 1994-2003



### المبحث الثالث

#### خصائص اسواق الأوراق المالية العربية

يتضح من التحليل السابق لأداء البورصات العربية انه على الرغم من اختلاف ظروف نشأة البورصات العربية ورغم التطورات العديدة التي شهدتها وتطور البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها ومدى انفتاحها على بعضها البعض وعلى الأسواق الخارجية فإن لهذه البورصات خصائص مشتركة ويمكن حصرها فيما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> لمزيد من التفاصيل حول خصائص الأسواق العربية بصفة عامة راجع :-

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

- "Financial Markets of The Middle East and North Africa: The Past and Present", PIER Working Paper 03-017. <http://www.ssrn.com/abstract=419780>

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

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

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2000، الامارات العربية المتحدة، 2001، ص ص 172-176

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

ب [www.islamonline.net/Arabic/economics/2001/05/articale5.shtml](http://www.islamonline.net/Arabic/economics/2001/05/articale5.shtml)

أولاً: ضآلة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية: ويقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة بالبورصة، ونسبة الإصدارات الجديدة للنتائج المحلي وذلك بالنسبة لسوق الإصدار، أما بالنسبة لسوق التداول فتقاس طاقتها النسبية من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المتداولة الى كل من الناتج المحلي، تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء فقد تراوح عدد الشركات في الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربي - باستثناء مصر - ما بين 3-161 شركة في عام 2003، وما بين 6-163 شركة خلال الفترة 1994-2003، وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي للبورصات العربية.<sup>1</sup> كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته الى الناتج المحلي الإجمالي، ويلاحظ انخفاض القيمة السوقية الى الناتج المحلي الإجمالي في معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة البورصة الى الناتج المحلي حيث وصلت الى 99.4% في الكويت، و91.7% في البحرين عام 2002. وقد بلغ متوسط رسملة البورصات العربية الى الناتج المحلي الإجمالي نحو 26% في عام 2001 مقارنة بمتوسط بلغ 33% بالنسبة للدول النامية.<sup>2</sup>

ويؤدي انخفاض الحجم النسبي للبورصات وصغر حجم رأس مالها السوقي الى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.

ثانياً: تدنى مقدرة أسواق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة: يعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف في سيولتها من خلال دراسة تطور معدل دوران الأسهم الذي سجل انخفاضا كبيرا في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه، حيث انخفض الى 16.5% مقارنة بنحو 31.3%. وقد بلغت اعلى نسبة لمعدل الدوران خلال الفترة 1994-2003 نحو 43.9% في عام 1997، بالإضافة الى انخفاض عدد العمليات التي تيرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة. وقد بلغ متوسط معدل الدوران في البورصات العربية نحو 6% في عام 2001 مقارنة بمتوسط بلغ 20% بالنسبة للدول النامية.<sup>3</sup>

ثالثاً: انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية: ويعنى به مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها الى استثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي والإدخار المحلي الإجمالي، ويلاحظ انخفاض حجم التداول الى الناتج المحلي الإجمالي في معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت التي ترتفع فيها نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي حيث وصلت الى نحو 62.9% في عام 2002. وقد وصلت هذه النسبة حوالى 16.5% في السوق السعودي، ونحو 7.1% في السوق المصري خلال عام 2002.

رابعا: ضعف الفرص المتاحة للتنوع: تؤدي هذه الصفات الرئيسية السابقة الى تقليل الفرصة المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية؛ وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار؛ سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، ثم احتلت أسهم المحمول والاتصالات في تسنحود على نسبة عالية من حجم التداول. ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصات العربية أصبحت تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية.

<sup>1</sup> تجدر الإشارة الى ان هذا العدد يعتبر متدنى للغاية خاصة اذا تمت مقارنته بعدد الشركات المقيدة في الدول النامية، حيث بلغ نحو 3058 شركة في اليابان، 5650 شركة في الهند، 712 شركة في باكستان وذلك في عام 2002. راجع :-

-Lamba, Asjeet S. "An Analysis of the Dynamic Relationships Between South Asian and Developed Equity Markets", National Stock Exchange of India Limited, Research Papers No 83, p 15

<http://www.nseindia.com/content/research/comppaper-lat 83.pdf>

<sup>2</sup> Bolbol, A & Mohammed M.O., "Arab Stock Market and Capital Investment", AMF Economic Papers, NO 8, 2004, p9

<sup>3</sup> Ibid, p9

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

الأول: احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

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

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

**سابعا:قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولى:**تعاني أسواق الدول العربية من تدنى الطلب على الأوراق المالية ولعل ذلك يرجع بصفة أساسية إلى انخفاض معدلات الدخول النقدية والإدخار الفردي في عديد من الدول العربية،بالإضافة إلى تدنى الوعي الاستثماري لدى الكثيرين وخاصة في الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول،وكذلك تفضيل البعض حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع في البنوك.ومن جهة أخرى فإن أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة والقائمة في الأسواق العربية ما زالت تنسم بالضآلة،حيث بلغت نسبتها إلى كل من الناتج المحلي جهة والقروض والتسهيلات المصرفية من جهة أخرى نحو 4%،10% على الترتيب.ولعل محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية،بالإضافة إلى رغبتهم في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات والتزامها بقواعد الشفافية والإفصاح ومعايير المحاسبة الدولية في كثير من الأسواق العربية من أهم مصادر ضعف السوق الأولى،بالإضافة إلى غياب مؤسسات التصنيف وترويج وضمان الاكتتاب والتي من شأنها أن تزيد من إقبال المستثمرين على الإصدارات الجديدة نظرا لما توفره من مساعدة تمكن من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

#### المبحث الرابع

#### مقترحات لتطوير اسواق الأوراق المالية العربية

- ثمة دعائم أساسية يجب توافرها لتطوير وتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية،ويتمثل أهمها فيما يلي :-
- توسيع الطاقة الاستيعابية للاقتصاد القومي وذلك بتوفير مشاريع إنتاجية وخدمية ذات ربحية مجزية
- إفصاح المجال أمام المبادرات الفردية والقطاع الخاص والمؤسسات وتهينة المناخ اللازم لتشجيعهم للمشاركة في النشاط الاستثماري.
- ضرورة العمل على إيجاد الأطر التشريعية والتنظيمية المرنة والتي تتلاءم مع المستجدات والمتغيرات العالمية والإقليمية وبما يضمن الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين .

- تنوع أدوات الاستثمار المالي مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم واتجاهاتهم وبما يغري المدخرين بالتعامل في السوق المالية ، وبالتالي توسيع الأسواق الثانوية بما يساعد على توفير السيولة بسوق المال باستمرار .
  - تطوير وتحديث البنية الأساسية والعمل على استخدام التطورات الحديثة في مجال الاتصالات وخاصة شبكة الانترنت والعمل على تحديث المكاتب المتخصصة في مجال السمسرة والمحاسبة والمراجعة والقانون بالإضافة الى استخدام المعايير الدولية الحديثة فيما يختص بحوكمة الشركات لضمان حقوق المساهمين .
- ويمكن بلورة عدد من المقترحات لتطوير اسواق الأوراق المالية العربية كما يلي:-

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

- ثانياً: أهمية التعاون مع اتحاد أسواق المال العربية لتفعيل إنشاء بورصة عربية موحدة ذات نظام تداول ومقاصة وتسوية موحد ويقيد بها الشركات الأكثر نشاطاً في أسواق المال العربية، حيث يحقق وجود هذه السوق عدد من المزايا أهمها :-<sup>1</sup>**
- أ- إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية وادخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين الى المشروعات العربية بما يؤدي الى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.
  - ب- تساعد على إعادة تخصيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى بما يحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين.
  - ت- تساعد على تحقيق الاعتماد الجماعي على الذات العربية ولتكوين تنمية مستقلة في ظل العولمة والاتجاه للمزيد من التكتلات الاقتصادية.
  - ث- مقابلة احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول العربية التي لا تستطيع البنوك التجارية بإمكاناتها المعروفة تحمل مسئوليتها في هذا الصدد.
  - ج- تمثل وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية.
  - ح- تقلل من مخاطر وجود الأموال العربية في الاقتصاديات المتقدمة خاصة بعد أحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001.
  - خ- توفير السيولة اللازمة للتبادل التجاري وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية بين الدول العربية.
  - د- احدى وسائل التنسيق العربي.
  - ذ- تسمح بحرية الدخول والخروج من أسواق الأوراق المالية في وقت نسبي قصير.
  - ر- تضمن الحصول على الحقوق المتبادلة للمتعاملين في هذه الأسواق.
  - ز- تتيح التنوع للمحافظ الكبرى للدول وكبار المتعاملين.
  - س- تساعد على التنوع الأكفأ للموارد على أحسن المشروعات الاستثمارية العربية.

وفي هذا الإطار يجب العمل على:-

- أ- ضرورة إجراء دراسة تفصيلية ومقارنة لموقف القطاع المالي في الدول العربية وما يميز هذا القطاع في كل دولة ، كما يجب أن تشمل أيضاً على دور المؤسسات المالية غير المصرفية والتي تعمل لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، مدى تنوع الأدوات المالية في تلك الأسواق مقارنة ببعضها البعض ومدى تطورها.
- ب- دراسة إمكانية إقامة مركز مالي اقليمي وإزالة العوائق السياسية والاقتصادية التي تحول دون الوصول بالمركز المالي الاقليمي دون الأهداف المرجوة منها.

**ثالثاً: إزالة المعوقات والعقبات التي تعترض هذا التعاون:** فقد أثبتت التجربة أن الربط بين البورصات العربية كان خطوه شكلية لم يترتب عليها ايجابيات أو سلبيات ولم يزد حجم التعاملات كما أظهرت هذه المرحلة من الربط ضرورة الحاجة الي وجود شركه مقاصة لسرعة تسوية المعاملات بين هذه البورصات

<sup>1</sup> نهلة أبو العز، القوة المالية تبدأ من اتحاد أسواق المال،مجلة البورصة المصرية،الأهرام الاقتصادي،العدد 374،5 يوليو 2004،ص 15.

وتقليل الانتقال الفعلي للأوراق المالية أو النقود ولذلك كان لابد من دعم عملية الربط بأدوات أخرى. فالربط بين البورصات العربية ليس مجرد عملية فنية وإنما المهم أن يكون لهذا الربط أثر فعلي على التعامل بمعنى أنه بعد عملية الربط يستطيع المتعامل في سوق الكويت أن يتعامل على الأسهم المصرية من مكانه دون أن يعطي أمر الشراء أو البيع لسمسار في مصر وكذلك أن يتم تحويل أو تسوية مقابل العمليات استلام البائع للأموال والمشتري للأسهم والسندات بسرعة لزيادة حجم التعاملات ولعل أهم العوائق التي يجب أزالتها ما يلي:-<sup>1</sup>

- أ- إزالة بقايا الاختلافات في التشريعات والتنظيمات المنظمة للأسواق المالية العربية وتنسيق السياسات الاقتصادية الاستثمارية.
- ب- التغلب على ضيق الطاقة الاستيعابية لسوق رأس المال في بعض الدول العربية.
- ت- التغلب على عدم توافر أساليب وأدوات مالية متنوعة ومتطورة.
- ث- إنهاء أي قيود ورقابة تضعها السلطات النقدية والمالية على تداول الأوراق المالية بين دولة عربية وأخرى.
- ج- محاولة جذب قدر من الأموال العربية الفائضة والمستثمرة في الخارج.

رابعاً: ضرورة العمل على تهيئة المناخ الملائم للاستثمار وتحسين الأوضاع والظروف التي تتم فيها العملية الاستثمارية ومعالجة أوجه القصور التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية وتحد من إمكانات تطوير وربط هذه الأسواق سواء في مجال نقص المعلومات وعناصر الشفافية والإفصاح المالي وأساليب ونظم الإدارة المالية العاملة في أسواق رأس المال العربية مع استمرار العمل على تطوير واستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للأسواق المالية وخلق ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة في الأسواق العربية ، وأيضاً التعاون في مجال تبادل الخبرات المستحدثة وخاصة في مجال تنشيط الأدوات المالية والاستثمارية الحديثة ودراسة إمكانية تقديم بعض المزايا والإعفاءات الضريبية لأدوات الاستثمار المالي لمدد محددة من تاريخ مباشرة النشاط، بالإضافة إلى إلزام شركات الوساطة بضمائم الصفقات التي تتم من خلالها حتى لو أخفق عملاؤها.

خامساً: وضع نظام تداول ألي تنفذ من خلاله الصفقات ووضع نظام للإفصاح المالي والالتزام به والعمل على تبادل طرح الإصدارات في أسواق الأوراق المالية العربية وفق ضوابط معينة.

سادساً: عمل خطة إعلامية لنشر الوعي الاستثماري والتعريف الاعلامي بفرص وإمكانيات مزايا الاستثمار المالي بين الدول العربية. ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة من خلال الوسائل التالية :-

1- الترويج للشركات المساهمة العربية من خلال تصميم موقع الكتروني لنشر بيانات كافية وسهلة الاستقرار على جمهور المستثمرين العرب بالإضافة الى ما يتم نشره عند الدعوة للاكتتاب في اصدارات جديدة من الأسهم وبحيث تشمل نشرة الاكتتاب على كل ما يهم المستثمر العربي ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له.

2- تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن أنشطة الشركات العربية وبصفة خاصة الميزانية السنوية وحسابي الأرباح والخسائر والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة ودراسة إمكانية إرسالها للمساهمين حتى يكونوا على بينة بأحوال شركاتهم وأشعارهم بأنهم ملاك حقيقيون للشركة ، ومن ثم يتعمق مفهوم الملكية لديهم ويزيد من حماسهم للمساهمة في الشركات.

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

<sup>1</sup> نهلة أبو العز، القوة المالية تبدأ من اتحاد أسواق المال، مجلة البورصة المصرية، مرجع سابق، ص 15.

4- إقامة الندوات واللقاءات فى أماكن التجمعات المختلفة ، بما فى ذلك تجمعات العرب فى الخارج للتعريف بأهمية الاستثمار بالشركات المساهمة العربية من خلال أسواق الأوراق المالية العربية، وصناديق الاستثمار العربية ، ووجود الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعهم .

5-تشجيع إنشاء نواى الاستثمار العربية التى تساهم فى زيادة الوعى الاستثمارى فى الأوراق المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين العرب يمكن الاعتماد عليه.<sup>1</sup>

6-زيادة الوعى الادخارى والتوظيفى لدى صغار المدخرين العرب من خلال وسائل الاعلام المقروءة والمسموعة والمرئية .

## سابعا:زيادة مستوى التدفقات المالية العربية البيئية من خلال:2

- أ- العمل على إشراك مستثمرين فى عدة أقطار عربية فى مشاريع إنتاجية قطرية إقليمية ومشتركة عن طريق إصدار أسهم وسندات.
- ب- إدراج أسهم وسندات الشركات العربية فى أكثر من سوق مالية عربية كوسيلة لتنشيط حركة رؤوس الأموال العربية.<sup>3</sup>
- ت- المساهمة بدور صانع السوق للأسهم market maker والسندات فى عدد من البورصات العربية بهدف تأمين توافر السيولة اللازمة.
- ث- الترويج للشركات المتعددة الأقطار على طريقة الشركات المتعددة الجنسية.

ثامنا:ابتكار وتطوير الأدوات المالية: حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تنمية المدخرات وتعبئتها فلا بد من توافر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالسوق ، ذلك أن المستثمر يشتري الورقة التى تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيح من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون فى درجة خوفهم من المخاطرة ،فإن الورقة المالية التى تجذب مستثمراً معيناً ، قد لا تجذب مستثمراً آخر . وبالتالي فإنه لزيادة عدد المستثمرين بسوق الأوراق المالية ، يلزم وجود أوراق مالية ذات جاذبية لمختلف المستثمرين والمدخرين ، لأن زيادة عدد المستثمرين بالسوق يودى لزيادة كفاءة السوق . لذلك فإنه يجب تطوير كل من سوق الأسهم وسوق السندات على النحو التالى:-<sup>4</sup>

## أولاً : العمل على تنشيط سوق الأسهم وذلك من خلال :-

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

<sup>1</sup> محمد سامح عبد الهادى ، "دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمارات" رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية، 1995 ، ص 45.

<sup>2</sup> ناجى التونى ،برنامج التدفقات المالية واشكالاتها،المعهد العربى للتخطيط، الشهادة القطرية المنعقدة بجمهورية مصر العربية 10-14 يناير 2004 ،ص ص 135-136

<sup>3</sup> هناك عدد من البدائل الممكنة لتطوير تداول الأوراق المالية عبر الحدود فيما بين الدول العربية منها أن يسمح لأية شركة مساهمة أنشئت فى ظل القوانين المعمول بها فى أحد الدول العربية،بادراج أسهمها للتداول فى سوق الأوراق المالية فى أى دولة عربية بجانب دولة المنشأ،شريطة استيفاء الشروط القانونية الجارى العمل بها،صياغة شروط متفق عليها بين الدول العربية لعملية الادراج عبر الحدود مثل تحديد مستويات قصوى لحجم رأس المال أو الأصول أو المبيعات أو غيرها من مؤشرات الحجم،وأيضا اشتراط حدود دنيا للتوزيعات الخارجية وضرورة استيفاء عدد من السنوات فى مزاولة النشاط...الخ، ودراسة امكانية انشاء هيئة عربية للقيام بصياغة هذه الشروط والإشراف على تطبيقها.لمزيد من التفاصيل حول هذه البدائل راجع صندوق النقد العربى ،"السياسات المالية وأسواق المال العربية"،تحرير سعيد النجار، أبو ظبى،الإمارات العربية المتحدة،1994،ص ص 128-131

<sup>4</sup> منير ابراهيم هدى ،"الأوراق المالية وأسواق رأس المال"،(الاسكندرية:توزيع منشأة المعارف،1997)،ص ص 672-686

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

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

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

## ثانياً : العمل على تنشيط سوق السندات في البورصات العربية :

تشكل السندات نحو 70% من حجم التعامل في أغلب اسواق المال في العالم ، الا ان سوق السندات في البورصات العربية تبدو محدودة بالنسبة لهذه الورقة الهامة، على الرغم من الاتفاق على أن سوق السندات قد تفوق أهميته سوق الأسهم في خلق حركة نشطة داخل السوق وذلك في السنوات الأولى من عمر السوق، حيث تتزايد الممارسات غير الأخلاقية . فالسندات تتميز بالعائد المعروف مسبقاً بالإضافة الى ضآلة المخاطر، حيث تتمتع السندات بالاستقرار والبعد عن التذبذب في الأسعار الذي تعاني منه الأسهم، وبالتالي فإن السندات تعتبر ملاذاً آمناً للاستثمار لأنها تحتفظ بقيمتها ثابتة ومخاطرها قليلة ومحسوبة.

وتلجأ الشركات الى استخدام السندات لتمويل أنشطتها باعتبارها مصدراً قوياً للتمويل أكثر استقراراً وأقل تكلفة مما يتيح لها التوسع في أنشطتها وتنويع محافظها المالية والمشاركة في مشروعات جديدة ، ولكي تلعب السندات هذا الدور المتميز لابد لها أن تتصف بالتنوع والملاءمة خاصة لصغار المستثمرين. ويمكن تنشيط ذلك السوق من خلال ما يلي :-<sup>1</sup>

1- ربط تمويل العجز في الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك بالاقتران في التمويل مستقبلاً على إصدار السندات والأدون ذات الأجل المختلفة وبأسعار فائدة سوقية مناسبة وطرحها للاكتتاب العام ، بغية جذب مدخرات الأفراد من ناحية ، وتمويل جانب من العجز بمصادر غير تضخمية وترشيد الانفاق العام. على ان يتم الجزء الكبير من الطرح عن طريق شركات التعامل والمتاجرة في السندات **Bond Dealer** مع مراعاة آليات السوق وأسعار الفائدة عند تحديد العائد وأيضاً جاذبيته للمستثمر.

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

3- تشجيع الشركات المساهمة بإصدار السندات التي تتفق واحتياجاتها التمويلية.

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

<sup>1</sup> راجع بحث تحت الطبع للباحث بعنوان "آليات تفعيل البورصة المصرية"، مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والاحصاء، العدد 475-476

- 5-دراسة امكانية اصدار سندات يرتبط عاندها بمعدلات التضخم التي تصدر عن البنوك المركزية وذلك لتغطية الانخفاض فى القوة الشرائية للأموال المستثمرة فى السندات.
- 6-دراسة امكانية اصدار سندات تتحدد عواندها بنسبة من الربح الذى يحققه حامل السهم العادى فى نفس المنشأة
- 7- تشجيع بعض أنواع السندات المضمونة بالأصول الثابتة أو الرهن العقارى.
- 8- الاهتمام باصدار السندات بالعملة الأجنبية لجذب مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية.

## ثالثاً : دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية فى الأوراق المالية .

فى الواقع أن الأخذ بصيغ التمويل الإسلامية يعمل على الربط المباشر بين الإدخار والاستثمار ، ومن ثم تسهم بصورة أكثر فعالية فى توجيه المدخرات نحو المشروعات ، وهو ما يساعد على الإسراع فى التنمية ، فضلاً عما يحققه للمدخرين من استيعاب كل أو بعض آثار التضخم ، وأيضاً يتيح تنوعاً فى الأدوات المالية المطروحة فى السوق ، حتى ينتقى المدخرون ما يلائمهم منها ، ولاشك أن تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامية أمر من شأنه تدعيم سوق الأوراق المالية وزيادة نشاطها.<sup>1</sup>

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

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

## رابعاً : دراسة ادخال المشتقات فى البورصات العربية :

أدى التطور فى صناعة الاستثمار فى الأوراق المالية الى استحداث العديد من الأدوات المالية والتى من أبرزها المشتقات<sup>2</sup> Financial Derivatives وقد نشأت هذه الأدوات لادارة المخاطر وتطور استخدامها بحيث أصبحت الآن من أهم أدوات الاستثمار .

<sup>1</sup> يمكن تقسيم أدوات الاستثمار الإسلامية القابلة للتداول الى : 1- أسهم المشاركة ، وهى تمثل ملكية شائعة فى جملة أصول الشركة ، ويكون لأصحابها حق الادارة والتصويت عند اتخاذ القرارات . 2- أسهم القراض ، وتمثل ملكية فى رأس المال المقدم للعمل فيه دون أن يكون لأصحابها حق التدخل فى الادارة ولا التصويت عند اتخاذ القرارات . 3- صكوك المشاركة المخصصة ، وهى تمثل حصصاً استثمارية فى مشروع أو مشروعات محددة ، وليس لأصحابها حق الادارة ولا التصويت عند اتخاذ القرارات ، إذا كانت المشاركة فى صورة قراض . ويتم تداول هذه الأدوات فى السوق المالية على أساس أن تكون الأصول التى تمثل هذه الأدوات موجودة فعلياً تعبر أسعارها السوقية عن تفاعل قوى العرض والطلب دون مزايدات وهمية (النجش) ، وأن تخضع هذه الأدوات للتقويم المالى من قبل خبراء متخصصين كل سنة على الأقل . راجع : عبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد ، "اقتصاديات النقود : رؤية إسلامية" ، (القاهرة : النشر الذهبى ، ص 56

<sup>2</sup> تعتبر المشتقات من أهم أدوات التعامل الحديثة فى الأسواق المالية العالمية ، وقد بدأ التعامل فى هذه الأدوات منذ أوائل السبعينيات مع التقلبات الحادة التى شهدتها الأسواق المالية ، فيما يتعلق بمعدلات العائد (أسعار الفائدة) ، وأسعار الصرف ، وأسعار الأسهم ، وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر التقلبات فى تلك الأسعار . وقد تصاعد حجم التعامل فى الأدوات المالية المشتقة خلال الثمانينات وبشكل واضح خلال التسعينيات ، نظر لزيادة هذه المخاطر مع تزايد اللجوء إلى التمويل من خلال الأسواق المالية الدولية ، وتعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل الأسهم والسندات والنقد الأجنبى والذهب .. الخ) ، بهدف التحوط ضد مخاطر التغيير المتوقع فى أسعار تلك الأصول . وتتعدد أنواع المشتقات التى يتم تداولها فى الأسواق العالمية ، إلا أن أكثرها انتشاراً هى العقود الآجلة Forward Contracts ، عقود الخيار Option

ولاريب فى أن دخول المشتقات إلى الأسواق العربية يعد نتيجة حتمية لتطور هذه الأسواق وارتباطها بالظروف والأسواق العالمية ، فعندما يزيد الوعي الاستثمارى للمستثمر العربى وتنتشر المعلومات الدقيقة والمفيدة وتنتج أليات السوق وتتوافر الكوادر المؤهلة فإنه لابد من إدخال مشتقات الأوراق المالية والتي تعتبر أدوات للمضاربة فى الأسواق المتقدمة ،ويحتاج ذلك ثلاثة أمور:-

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

## An Analysis of The Arab Stock Market Performance During (1994-2003)

### Abstract

---

Contracts، العقود المستقبلية،Futurs Contracts،عقود المبادلات،SWAPS،وعمليات اعادة الشراء Repurchase Operations (REPO'S)،أدوات ذات حدود قصوى أو دنيا Caps, Floor, Collar راجع:-

- رسالة الماجستير للباحث بعنوان: دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر،كلية التجارة بينها،جامعة الزقازيق،2002،ص ص 39-44

- أحمد محمد صلاح ، "الأدوات المالية المشتقة : تحد جديد للمراجعين" ، المؤتمر العلمى السنوى الثالث لكلية تجارة بها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر : رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998 ،ص ص 787-793

-جاسم محمد المتعب الحذب الشمري ، "المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية" ، المؤتمر العلمى السنوى لكلية التجارة بينها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر : رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998،ص ص 765-759

- بنك مصر ، "المشتقات كأدوات حديثة فى أسواق المال العالمية" ، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (3)،1998،ص ص 1-47  
- بدر نبيه ارسانيوس ، "أساليب المعالجة المحاسبية للمشتقات المالية" ،مجلة المال والاقتصاد،جمعية الاستشارات المصرية ،العدد الثانى،أغسطس 2001،ص ص 129-144

- Keith Redhead, Introduction to Financial Futures and Option ,(London: Wood Head- Fulkner Limited,1990),pp62-104

-Houthakker,P.S &P.J.williamson, "The Economic of Financial Markets",Opcit, p.p 202-45

- Dumas B., & Blaise A.," Financial Securities, Market Equilibrium and Pricing Methods",,(London:Chapman & Hall,1996),pp157-226

This paper analyzes the performance of the Arab stock market during the period (1994-2003). Data of the Arab monetary fund (AMF) indicates that Arab stock market performance become stronger during the period under review. The AMF indicator jumped by 40.9% reaching 141.9 point in 2003, the highest level since 1994. The market capitalization increased rapidly from \$72.5 billion in 1994 to \$361.8 billion in 2003, by 20% annual growth rate in average. Moreover, the value of trading increased to \$59.7 billion in 2003 compared with \$10.5 billion in 1994. While the rate of turn over declined to 16.5% in 2003 compared with 43.9% in 1997. On the other hand, the total companies listed in the Arab stock exchange increased in 2003 by 103 companies compared with the total companies listed in 1994, reaching 1723 companies.

Finally, the paper tries to recommend a number of policies to activate the Arab stock market and increase the cooperation between them.

#### المراجع :-

#### أولاً: المراجع العربية :-

- 1- أحمد محمد صلاح ، "الأدوات المالية المشتقة : تحد جديد للمراجعين " ، المؤتمر العلمي السنوى الثالث لكلية تجارة بنها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر: رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998 ، ص ص 787-793
- 2- أحمد محمد عبده على سليم، دور سوق الأوراق المالية فى دعم امكانيات التنمية الاقتصادية فى مصر ،رسالة ماجستير، جامعة عين شمس ،1998
- 3- البنك المركزى المصرى "دراسة عن تطوير أسواق رأس المال العربية "، "مؤتمر آفاق الاستثمار فى الوطن العربى "، اتحاد المصارف العربية، القاهرة 2/29-3/3 1992 .
- 4- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت ،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية "، أعداد مختلفة
- 5- بدر نبيه ارسانيوس، "أساليب المعالجة المحاسبية للمشتقات المالية"، مجلة المال والاقتصاد، جمعية الاستشارات المصرية ،العدد الثانى، أغسطس 2001
- 6- بنك مصر، "المشتقات كأدوات حديثة فى أسواق المال العالمية"، أوراق بنك مصر البحثية ، العدد (3)، 1998
- 7- جاسم محمد المتعب الحدب الشمري ، "المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية " ، المؤتمر العلمي السنوى لكلية التجارة بنها ، "مابعد الإصلاح المالى فى مصر : رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين" ، بنها 10-11 نوفمبر 1998، ص ص 759-765

- 8- حسين عبد المطلب الأسرج، "دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 2002
- 9- \_\_\_\_\_، "آليات تفعيل البورصة المصرية"، بحث تحت الطبع، مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع والاحصاء، العدد 475-476
- 10- رمزى زكى، عولمة الأسواق المالية: الفرص والمحاذير للبلاد النامية، المؤتمر العلمى الرابع للاقتصاديين الكويتيين، الجمعية الاقتصادية الكويتية، الكويت 26-28 ابريل 1999
- 11- سليمان المنذرى، "البورصات العربية.. وهن فى مرحلة الشباب" موجود ب [www.islamonline.net/Arabic/economics/2001/05/articale5.shtml](http://www.islamonline.net/Arabic/economics/2001/05/articale5.shtml)
- 12- صلاح زين الدين، سعيد عبد الخالق، "امكانيات تطوير اسواق راس المال العربية مع دراسة خاصة لبورصة الأوراق المالية فى مصر" مؤتمر آفاق الاستثمار فى الوطن العربى "، اتحاد المصارف العربية، القاهرة 2/29-3/3
- 13- صندوق النقد العربى، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبى، أعداد مختلفة 14- \_\_\_\_\_، "التقرير الاقتصادى العربى الموحد"، أبو ظبى، أعداد مختلفة
- 15- \_\_\_\_\_، "مساهمة صندوق النقد العربى فى تطوير الأسواق المالية العربية"، أبو ظبى، يونيو 2003
- 16- \_\_\_\_\_، "الآفاق المستقبلية لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية، موجود ب" السياسات المالية واسواق المال العربية"، تحرير سعيد النجار، صندوق النقد العربى ابو ظبى الامارات العربية المتحدة، 1994
- 17- عمرو محبى الدين، "العولمة والتغيرات الجوهرية فى بنية الاقتصاد العالمى : اندماج وتكامل هيكل التجارة العالمية وتفكك هيكل الانتاج الصناعى"، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعى، العدد (71)، ديسمبر 2002.
- 18- عبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد، "اقتصاديات النقود: روية اسلامية"، (القاهرة: النشر الذهبى، 1996)
- 19- لبنى أبو العلا، "صناديق الاستثمار فى مصر كأداة ادخار واستثمار"، مجلة المال والتجارة، الأعداد (312)، (313)، (314)، ابريل، مايو، يونيه 1995
- 20- محمد سامح عبد الهادى، "دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمارات" رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة المنوفية، 1995
- 21- منال محمد متولى، المدخرات فى الاقتصاد المصرى، رسالة دكتوراة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1995، ص ص 138-139.
- 22- منير ابراهيم همدى، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، (الاسكندرية: توزيع منشأة المعارف، 1997)
- 23- ناجى التونى، برنامج التدفقات المالية واشكالاتها، المعهد العربى للتخطيط، الشهادة القطرية المنعقدة بجمهورية مصر العربية، 10-14 يناير 2004
- 24- نشأت عبد العزيز معوض، "بورصات الأوراق المالية زصناديق الاستثمار"، الجزء الثانى، كتاب الأهرام الاقتصادى، العدد 76، يونيه 1994.
- 25- نهلة أبو العز، القوة المالية تبدأ من اتحاد أسواق المال، مجلة البورصة المصرية، الأهرام الاقتصادى، العدد 374 يوليو 2004
- 26- وزارة التجارة الخارجية المصرية، "سوق الأوراق المالية المصرية (1992-2001)، يناير 2002
- 27- وزارة التجارة الخارجية المصرية، "التقرير السنوى عن أداء البورصة المصرية خلال عام 2003" يناير 2004
- 28- يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1997

## ثانيا المراجع الأجنبية:-

- 29-Bolbol, A & Mohammed M.O., "Arab Stock Market and Capital Investment", AMF Economic Papers, NO 8, 2004
- 30-Dumas B., & Blaise A., " Financial Securities, Market Equilibrium and Pricing Methods", (London:Chapman & Hall,1996)
- 31-Eswar Prasad and Others, Effects of Financial globalization on Developing Countries:Some Emprical Evidence,IMF,WashingtonD.C,USA,March17,2003.
- 32- Francis,J.C. "Investment :Analysis and Management", (N.Y:Mac Graw Hill Book Company,1980)

- 33-Houthakker,P.S &P.J.williamson, "The Economic of Financial Markets", (N.Y: Oxford university press,1996
- 34-Keith Redhead, Introduction to Financial Futures and Option ,(London: Wood Head- Fulkner Limited,1990)
- 35- Gamo, P.A , A.Fedelio and S.P.Horvitz,"Globalization and Growth Prospects in Arab Countries",IMF Working Paper,WP/97/125
- 36-Lamba,Asjeet S."An Analysis of the Dynamic Relationships Between South Asian and Developed Equity Markets",National Stock Exchange of India Limited,Research Papers No 83  
<http://www.nseindia.com/content/research/comppaper-lat 83.pdf>
- 37- Ong, L. L., and Amadou Sy,The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?", IMF Working Paper, WP/04/133, International Monetary Fund,2004.
- 38-Schmukler,S. and Pablo Zoido- sobaton ,"Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries", World Bank, Washington D.C.,2001.
- 38- Shachmurove,Y,"An Introduction to the Special Issues on Financial Markets of the Middle East"International Journal of Business,9(3),2004
- 39- -----,"Financial Markets of The Middle East and North Africa:The Past and Present",PIER Working Paper 03-017.  
<http://wwwssrn.com/abstract=419780>
- 40-Sirageldin,I., Globalization, Regionalization, and Recent Trade Agreement: Impact on Arab Economics, ERF Working Paper NO 9817,1998

جدول رقم (1) رسملة البورصة في الدول العربية خلال الفترة 1994-2003 (مليون دولار)										
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
- سوق أبو ظبي	-	-	-	-	-	-	-	-	20,375.76	30,362.51
بورصة عمان	4,626.50	4,724.17	4,556.42	5,456.15	5,862.66	5,834.74	4,943.16	6,314.16	7,087.03	10,962.98
سوق البحرين	5,129.30	4,706.80	5,019.39	7,825.78	6,771.80	7,160.73	6,624.35	6,601.27	7,716.39	9,701.77
سوق الأسهم السعودي	38,693.33	40,904.00	45,855.75	59,378.32	42,630.63	60,952.94	67,166.04	73,201.35	74,851.38	157,306.44
سوق الكويت	10,967.25	14,400.00	20,599.80	27,244.56	18,423.92	19,598.67	19,847.98	26,661.70	35,098.89	56,528.01
بورصة الدار البيضاء	4,446.10	5,970.71	8,554.92	12,248.77	15,610.38	13,701.68	10,875.84	9,030.80	8,564.24	13,050.18
بورصة الجزائر										143.64
بورصة تونس	2,559.29	3,868.54	3,851.56	2,315.68	2,229.09	2,638.43	2,809.12	2,229.57	2,125.68	2,439.55
سوق دبي	-	-	-	-	-	-	-	-	9,469.52	14,284.23
سوق الخرطوم										746.56
سوق مسقط	1,856.12	1,971.02	2,752.81	7,312.51	4,536.72	4,303.14	3,518.13	2,634.37	5,268.05	7,246.23
سوق الدوحة	-	-	-	-	-	-	-	-	10,567.22	26,702.11
بورصة بيروت	-	-	2,391.08	2,904.55	2,425.49	1,921.35	1,582.50	1,248.27	1,395.26	1,503.00
الهيئة العامة لسوق المال	4,258.82	8,074.20	14,184.76	20,875.70	24,381.37	33,038.65	30,791.26	24,308.57	26,338.69	27,847.48
الاجمالي	72,536.71	84,619.44	107,766.49	145,562.02	122,872.06	149,150.33	148,158.38	152,230.05	208,858.11	361,824.70

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية www.amf.org.ae

جدول رقم (2) عدد الشركات المقيدة بالبورصات العربية خلال الفترة 1994-2003										
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبي	-	-	-	-	-	-	-	-	24	30
بورصة عمان	95	97	97	139	150	152	163	161	158	161
سوق البحرين	34	36	37	40	42	41	41	42	40	44
سوق الأسهم السعودي	62	69	70	71	74	72	75	76	68	70
سوق الكويت	48	51	60	74	78	85	86	88	95	108
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	61	44	48	49	53	54	54	55	55	52
بورصة الجزائر										3
بورصة تونس	21	26	30	34	39	44	44	45	46	45
سوق دبي	-	-	-	-	-	-	-	-	12	13
سوق الخرطوم										47
سوق مسقط	68	82	97	119	137	140	131	96	140	141
سوق الدوحة	-	-	-	-	-	-	-	-	25	28
بورصة بيروت	-	-	6	8	12	13	13	14	13	14
الهيئة العامة لسوق المال	700	676	646	650	861	1,033	1,071	1,110	1,150	967
الإجمالي	1,089	1,081	1,091	1,184	1,446	1,634	1,678	1,687	1,826	1723

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية www.amf.org.ae

**جدول رقم (3)**  
**قيمة التداول بالبورصات خلال الفترة 2003-1994**  
**(مليون دولار)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبي	-	-	-	-	-	-	-	-	363.08	326,24
بورصة عمان	615.81	516.73	351.10	501.83	654.62	549.34	405.91	934.38	1,334.67	916,57
سوق البحرين	160.25	106.07	176.56	471.67	576.64	444.46	245.44	250.38	206.28	73,22
سوق الأسهم السعودي	6,632.27	6,193.87	6,766.76	16,547.22	13,744.93	15,086.79	17,313.45	22,223.44	30,974.47	39,066.56
سوق الكويت	1,959.42	6,393.60	19,223.80	34,579.30	10,918.24	6,001.01	4,208.45	11,711.16	22,123.49	15,597.99
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	214.14	290.71	545.27	1,067.11	1,401.74	2,524.77	1,210.90	840.75	1,440.46	656,01
بورصة الجزائر										0.05
بورصة تونس	334.48	604.09	240.93	225.10	164.51	457.29	686.78	342.05	246.47	52,61
سوق دبي	-	-	-	-	-	-	-	-	687.80	477,87
سوق الخرطوم										19,92
سوق مسقط	240.93	211.06	579.57	3,875.05	2,371.30	714.34	551.41	419.85	581.67	387,43
سوق الدوحة	-	-	-	-	-	-	-	-	883.07	915,96
بورصة بيروت	-	-	66.63	609.56	336.84	90.54	117.96	52.97	114.93	21,01
الهيئة العامة لسوق المال	355.87	672.11	2,579.00	6,017.91	5,367.55	9,725.66	11,798.64	5,912.89	6,443.71	1,226.07
الاجمالي	10,513.17	14,988.24	30,529.62	63,894.75	35,536.37	35,594.20	36,538.94	42,687.85	65,400.09	59,737.57

www.amf.org.ae

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية

جدول رقم (4)  
عدد الأسهم المتداولة بالبورصات خلال الفترة 2003-1994  
(مليون سهم)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	-	-	-	-	-	-	-	-	61.28	235.2
بورصة عمان	133.82	125.07	162.40	191.10	248.56	263.61	178.32	335.11	455.72	1000.23
سوق البحرين للأوراق المالية	257.10	183.70	298.74	630.09	619.84	534.25	422.07	313.10	352.91	405.23
سوق الأسهم السعودي	152.10	116.60	137.67	313.98	294.97	527.51	552.07	689.59	1,735.84	5565.86
سوق الكويت للأوراق المالية	2,519.16	9,056.40	25,720.18	33,988.07	13,917.09	9,495.86	6,758.29	20,825.23	42,163.28	49565.14
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	2.97	3.48	6.82	9.77	9.40	15.47	16.45	15.83	22.44	35.24
بورصة الجزائر										0.04
بورصة الأوراق بتونس المالية	15.53	17.65	10.85	10.96	11.06	27.48	28.89	21.28	17.12	12.93
سوق دبي المالي	-	-	-	-	-	-	-	-	147.95	326.24
سوق الخرطوم										4366.54
سوق مسقط للأوراق المالية	42.10	41.15	113.55	374.08	283.50	138.43	144.34	123.56	191.11	294.4
سوق الدوحة للأوراق المالية	-	-	-	-	-	-	-	-	79.61	189.97
بورصة بيروت	-	-	0.84	63.22	42.15	16.83	19.97	14.73	26.18	23.48
الهيئة العامة لسوق المال	27.27	46.25	170.40	274.76	410.69	846.09	952.66	1,184.01	832.86	1368.13
الإجمالي	3,150.05	9,590.30	26,621.45	35,856.03	15,837.26	11,865.53	9,073.06	23,522.53	46,086.29	63388.64

جدول رقم (5)  
معدل الدوران بالبورصات خلال الفترة 2003-1994

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبوظبي	-	-	-	-	-	-	-	-	1.78	10.7
بورصة عمان	13.31	10.94	7.71	9.20	11.17	9.41	8.21	14.80	18.83	83.6
سوق البحرين	3.12	2.25	3.52	6.03	8.52	6.21	3.71	3.79	2.67	0.8
سوق الأسهم السعودي	17.14	15.14	14.76	27.87	32.24	24.75	25.78	30.36	41.38	24.8
سوق الكويت	17.87	44.40	93.32	126.92	59.26	30.62	21.20	43.93	63.03	27.6
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	4.82	4.87	6.37	8.71	8.98	18.43	11.13	9.31	16.82	5.0
بورصة الجزائر										0.0
بورصة تونس	13.07	15.62	6.26	9.72	7.38	17.33	24.45	15.34	11.60	2.1
سوق دبي	-	-	-	-	-	-	-	-	7.26	3.3
سوق الخرطوم										2.7
سوق مسقط	12.98	10.71	21.05	52.99	52.27	16.60	15.67	15.94	11.04	5.3
سوق الدوحة	-	-	-	-	-	-	-	-	8.36	3.4
بورصة بيروت	-	-	2.79	20.99	13.89	4.71	7.45	4.24	8.24	1.4
الهيئة العامة لسوق المال	8.36	8.32	18.18	28.83	22.01	29.44	38.32	24.32	24.46	4.4
الاجمالي	14.49	17.71	28.33	43.90	28.92	23.86	24.66	28.04	31.31	16.5

www.amf.org.ae

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية

جدول رقم (6)  
مؤشر صندوق النقد العربي

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبي	-	-	-	-	-	-	-	100	107.20	136.53
بورصة عمان	100.00	111.52	109.28	116.73	119.50	116.84	94.35	117.93	111.95	181.03
سوق البحرين	100.00	90.80	95.90	137.02	123.02	122.39	108.50	97.34	111.27	134.63
سوق الأسهم السعودي	-	100.00	112.77	136.37	90.70	119.48	128.44	129.68	132.96	201.98
سوق الكويت	100.00	117.51	146.97	156.83	96.61	95.48	101.97	133.94	157.92	258.93
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	100.00	109.39	143.62	181.69	225.62	207.04	155.75	128.58	128.34	197.56
بورصة الجزائر										100.36
بورصة تونس	100.00	107.37	90.90	42.84	36.93	39.28	38.45	28.32	26.57	30.26
سوق دبي	-	-	-	-	-	-	-	100	120.92	156.12
سوق الخرطوم										97.70
سوق مسقط	100.00	103.54	127.22	264.71	115.26	111.66	88.76	64.22	84.15	114.80
سوق الدوحة	-	-	-	-	-	-	-	100	135.29	209.36
بورصة بيروت	-	100.00	80.90	97.86	78.41	61.24	49.14	34.46	36.37	36.56
الهيئة العامة لسوق المال	-	100.00	115.92	125.59	93.27	99.67	54.07	35.78	36.02	43.42
الاجمالي	100.00	108.30	119.93	138.45	104.12	114.31	102.21	100.11	100.71	141.87

www.amf.org.ae

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية

جدول رقم (7) أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2003-1994)*										
2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
361824.7	208858	152230.1	148158.37	149400.4	122971.5	145186.9	107766.5	84564.8	72536.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
59737.57	65400.1	42687.85	36538.9	35594.16	35536.37	63894.75	30529.6	14988.2	10513.2	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)
63388.64	46086.3	23522.5	9073.1	11865.5	15837.26	35856	26621.45	9590.3	3150.1	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
1723	1826	1687	1678	1634	1446	1184	1091	1081	1089	عدد الشركات المدرجة
16.5	31.31	28.04	24.66	23.86	28.92	43.9	28.28	17.7	14.5	معدل دوران الأسهم (%)
141.9	100.7	101.1	102.2	114.3	104.12	138.45	119.9	108.3	100	المؤشر المركب للصندوق

المصدر: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

\* الفترة من 1994-2001 تشمل أسواق الأوراق المالية في كل من الأردن، والبحرين، وتونس، والسعودية، وسلطنة عمان، والكويت، ولبنان، ومصر، والمغرب، وقد انضمت أسواق كل من الدوحة، والامارات العربية، والسودان، والجزائر بعد ذلك.

مرفق			
اسواق المال العربية واهم التشريعات المنظمة لها			
أ	أسواق المال العربية غير المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربى حتى نهاية 2003		
م	الدولة	السوق	اهم التشريعات المنظمة لها
1	مصر	الهيئة العامة لسوق المال	اتجه الاهتمام فى مصر منذ فترة مبكرة بالاستثمار عن طريق الأوراق المالية ، إذ أنشئت أول بورصة فى الإسكندرية عام 1883 م ، ثم أنشئت بورصة القاهرة بعدها بسبع سنوات ، أى فى عام 1890. وبعد أن كانت المبادلات تتم فى الشوارع أو على المقاهى، اتفق السماسرة على تنظيم أعمالها عام 1903 ، وصدر الأمر العالمى فى 8 نوفمبر عام 1909 ، بإصدار أول لائحة للبورصة ، وتم تعديلها فى عامى 1910 ، 1912 ، ثم عدلت بعد ذلك بموجب المرسوم الصادر بتاريخ 31 من ديسمبر عام 1933 بإصدار لائحة جديدة ليورصات الأوراق المالية ، والتي عدلت هى الأخرى فى عام 1940 ثم عدلت فى عام 1947. ومع منتصف السبعينيات ، ظهرت نظرة جديدة لسوق الأوراق المالية ، وقامت الحكومة بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهورى رقم (520) لسنة 1979 ، بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها ، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم المناخ الملائم للادخار والاستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة فى التنمية. ودأبت الحكومة على اتخاذ عدة إجراءات و إصدار عدة قوانين ، وإدخال العديد من التعديلات على التشريعات المؤثرة فى هذه السوق ، بهدف زيادة ثقة المستثمرين فى الاقتصاد المصرى، وإعادة تنشيط سوق الأوراق المالية ، ولعل أهمها كان إصدار قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 ولائحته التنفيذية رقم 135 لسنة 1993 بغرض تنشيط سوق الأوراق المالية ، وقد شدد القانون على ضمان الشفافية والإفصاح لبث الثقة لدى المستثمرين ، كما تضمن أيضا تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية والشركات العاملة فى هذا المجال ، واستحداث بعض الأحكام الجديدة المتعلقة بتنظيم إنشاء الشركات المساهمة.

2	الأردن	سوق عمان المالي: 1	<p>بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن أوائل عقد الثلاثينات.. ونظرا لغياب سوق منظم، كان التداول بأسهم هذه الشركات يتم من خلال مكاتب غير متخصصة. وقد أدى غياب سوق منظم لتداول أسهم هذه الشركات أو السندات الحكومية، إلى التفكير جديا بإنشاء سوق للأوراق المالية، ودعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق. ولتحقيق ذلك، أعد البنك المركزي الأردني دراسات حول إنشاء هذا السوق وتبيان مدى الحاجة إليه، وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي. وبينت هذه الدراسات أنه من المتوقع أن يساهم القطاع الخاص من خلال الشركات المساهمة في التطور الاقتصادي وتعزيز نشاطه. ونتيجة لذلك، تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976. وتم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ بعضوية ممثلين من القطاع الخاص يمثلون غالبية الأعضاء إلى جانب ممثل عن البنك المركزي وممثل عن وزارة الصناعة والتجارة ومندوب عن وزارة المالية. وقد أقر مجلس الوزراء الأردني مشروع قانون الأوراق المالية 2002 الذي يسمح بإنشاء بورصات أخرى إلى جانب بورصة عمان وصندوق لحماية المستثمرين ومنح هيئة الأوراق المالية صلاحيات إضافية لتعزيز الرقابة وسيادة القانون وحول صندوق ضمان الوسطاء إلى مركز الإيداع الذي سيتولى حصر وتسجيل وتسوية وتفاصيل الأوراق المالية.</p>
3	البحرين	سوق البحرين للأوراق المالية: 2	<p>استطاعت دولة البحرين بحكم موقعها الاستراتيجي أن تلعب دورا حيويا في تجارة الترانزيت وأن تشكل مركز جذب للشركات الأجنبية والتي سعت إلى افتتاح فروع لها لتمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير. وقد تم افتتاح أول فرع لبنك أجنبي في عام 1921. وتوالى بعد ذلك عمليات افتتاح العديد من الفروع ومكاتب التمثيل للشركات والبنوك التجارية والاستثمارية في البحرين. ويعتبر صدور المرسوم الأميري رقم (31) لسنة 1956 بشأن إنشاء أول بنك وطني وهو بنك البحرين الوطني، بداية الانطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في البحرين، حيث تبعه تأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية والصناعية. ومع بداية الثمانينيات تم إنشاء سوق غير رسمي (سوق اللؤلؤة) لبيع وشراء الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوقا للأوراق المالية يوفر الثقة والطمأنينة، وأيضا القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة فيه وذلك لافتقاره للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق الأوراق المالية. ولتلافي هذه السلبيات تم التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) لإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق الأوراق المالية في البحرين. وبناء على النتائج الإيجابية والمشجعة لإنشاء مثل هذا السوق، صدر المرسوم بقانون رقم (4) لسنة 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم (13) لسنة 1988. وبذلك تم إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسويات والمعلومات والتي في ضوئها تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 يونيو 1989. وفي عام 2002 وقع سوق البحرين للأوراق المالية مع بنك مسقط اتفاقية يتم بموجبها إدراج بنك مسقط في السوق كأول بنك عماني يدرج في البورصات الخليجية. وسيوفر الإدراج للمستثمرين البحرينيين المقيمين في البحرين فرصة لشراء أسهم البنك مباشرة من سوق البحرين للأوراق المالية.</p>
4	تونس	بورصة الأوراق	<p>بدأ التعامل الرسمي بالأوراق المالية في تونس في عام 1937 حيث تم إنشاء غرفة المقاصة لتسهيل عملية بيع السندات من قبل الصندوق العقاري، وكانت هذه المعاملات من مسئولية البنوك المرخصة. واستمر العمل بذلك حتى عام 1945 حينما حل الديوان التونسي للقيم المنقولة، وهو عبارة عن جمعية من المصارف المحلية محل غرفة المقاصة، وأصبح من الضروري أن تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية عن</p>

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة: نشأتها وتطورها"، مرجع سابق، ص 5  
<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 17

			طريق الديوان. وفي عام 1969 صدر القانون رقم (13) والقاضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة والتي استمر العمل بها حوالى عشرين عاما حتى صدور القانون رقم (49) لسنة 1989 بإحداث بورصة الأوراق المالية والتي عرفها القانون بأنها مؤسسة عمومية ذات صيغة تجارية تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي، تخضع لأحكام المجلة التجارية (القانون التجارى) ويشرف عليها وزير المالية.
5	السعودية	سوق الأسهم السعودى: 2	تم تأسيس أول شركة مساهمة فى المملكة العربية السعودية فى عام 1934. ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم فى المملكة فى نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ والذي تزامن مع قيام الحكومة بدمج شركات الكهرباء فى شركات موحدة نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها، وقيامها بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة فى المملكة إذ تم طرح أسهمها للاكتتاب العام، حيث ساهمت هذه العوامل فى زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور ومن ثم نشأت الحاجة إلى تبادل تلك الأسهم فيما بينهم. ففي تلك الفترة (أواخر السبعينات) نشأ سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة فى بيع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب فى هذا المجال، وظهور بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم، فقد صدر المرسوم رقم 8/1230 فى 1403/7/11 هـ بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية اعتبارا من غرة شهر ربيع الأول عام 1405 هـ (الموافق 23 نوفمبر 1984) فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع يحكمه تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم.
6	عمان	سوق مسقط للأوراق المالية: 3	يعتبر إنشاء شركة عمان للفنادق فى عام 1971، وهى أول الشركات العمانية المساهمة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام، بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية فى مسقط. وقد تلى قيام هذه الشركة إنشاء العديد من الشركات المساهمة العمانية الأخرى التي بلغ عددها 73 شركة قبل قيام السوق. ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة وازدياد الوعي الاستثماري ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات السوق وذلك إيمانا بأهميته ودوره الهام فى تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية من مصادرها المختلفة وعلى رأسها أموال القطاع الخاص. وقد توجت الجهود التي بذلت فى هذا الصدد بصور المرسوم السلطاني رقم 88/54 بتاريخ 21 يونيو 1988 الذى أنشئ بمقتضاه سوق مسقط للأوراق المالية لتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل فيها بيعا وشراء. وأعطى السوق شخصية اعتبارية مستقلة لها وأهلية التصرف فى أموالها وإدارتها وتباشر نشاطها وفق الأسس التجارية. وبعد أن استكملت كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة باشر سوق مسقط للأوراق المالية أعماله حيث شهدت قاعة السوق أول عملية تداول صباح يوم السبت 20 مايو 1989.
7	الكويت	سوق الكويت للأوراق المالية: 4	يعتبر بنك الكويت الوطنى هو أول شركة مساهمة عامة يتم إنشاؤها فى الكويت، حيث طرحت أسهمها للاكتتاب العام فى عام 1952، ثم أعقبه تأسيس شركة السينما الكويتية فى عام 1954، ثم الخطوط الجوية الكويتية فى عام 1958، ثم توالى تأسيس الشركات المساهمة الكويتية بعد ذلك حتى أصبحت تمثل منفذا استثماريا جديدا للأموال التي تراكمت نتيجة النشاط الاقتصادى خاصة بعد تزايد تصدير النفط. وفى بداية الأمر كان التعامل فى سوق الأسهم الكويتية يتم من خلال مكاتب وسطاء العقارات وفى التجمعات الشعبية، ثم كان للقانون التجارى رقم (15) لسنة 1960 الدور

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 25

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 33

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 41

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص 49

<p>الأساسي في تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكتمال فيها. ويعد هذا القانون المنظم الأول لإصدار الأوراق المالية في الكويت حيث حدد المسئولية القانونية لكل من المصدرين والمكتتبين في الأوراق المالية. وقد شهدت فترة الستينيات تزايد تأسيس الشركات المساهمة الكويتية في مختلف مجالات النشاط الاقتصادي، وتزايد التداول بشكل ملموس، مما استدعى إصدار قانون آخر وهو القانون رقم (32) لسنة 1970 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة، وهو أول خطوة هامة على طريق تنظيم تداول الأوراق المالية في الكويت. وتم افتتاح سوق الكويت للأوراق المالية في عام 1977، وظل يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية التي تشكلت بالقرار الوزاري رقم (61) لسنة 1976 حتى أغسطس 1983، حيث صدر المرسوم الخاص بإعادة تنظيم السوق - نظرا للآثار التي أحدثتها أزمة سوق المناخ في عام 1982- وجاء في المادة رقم (1) منه بأن يتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطه وفقا لأحكام هذا المرسوم. ويتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وأدارتها وحق التقاضي. كما صدر القرار الوزاري رقم (35) لسنة 1983 بشأن اللائحة الداخلية للسوق.</p>			
<p>أنشئت بورصة بيروت بموجب القرار رقم 1509 الصادر بتاريخ 3 يوليو 1920، واقتصرت نشاطها عند نشأتها على التعامل بالذهب والعملات إلى أن ظهرت الشركات المساهمة اللبنانية في الثلاثينيات من هذا القرن ومعظمها من الشركات ذات الامتياز التي كانت تستثمر في المرافق العامة من مياه وكهرباء واتصالات ونقل وخدمات مرفأية بجانب التبغ والتبناك. وبعد اندلاع الحرب العالمية الثانية ازدهر نشاط تأسيس الشركات المساهمة وباتت إصداراتها تشكل نواة عمل البورصة، وخصوصا بعدما حظرت سلطات الانتداب التداول في الذهب والعملات. ومع تنامي هذا النشاط ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات البورصة وذلك إيماناً بأهميتها ودورها الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية. وقد توجت الجهود التي بذلت في هذا الصدد بصدور المرسوم التشريعي رقم (30) بتاريخ 1985/3/23 (وهو القانون الحالي الذي تخضع له البورصة) الذي أعاد سوقى العملات والذهب إلى بورصة بيروت، كما استحدثت سوقاً للمواد الأولية والمعادن. وأدى اندلاع الحرب الأهلية إلى إغلاق البورصة لفترة ثلاثة عشر عاماً، وقد أعيد افتتاحها في الثاني والعشرين من كانون الثاني (يناير) من عام 1996 بموجب المرسوم رقم (7667) بتاريخ 21 ديسمبر عام 1995 والذي تم بموجبه وضع النظام الجديد لعمل البورصة.</p>	<p>بورصة بيروت للأوراق المالية<sup>1</sup></p>	<p>لبنان</p>	<p>8</p>
<p>يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929 وبمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة. وكان يطلق على هذه المؤسسة اسم "مكتب المقاصة في القيم المنقولة". وعند استحداث مراقبة الصرف، وضعت السلطات القوانين والنظم الأساسية لهذا المكتب، بإصدار قرار بتاريخ 13 يوليو 1948 سمى المكتب بموجبه "مكتب تسعيرة القيم المنقولة".</p> <p>ومع حصول المغرب على الاستقلال شهدت البورصة انهياراً نتيجة تهريب رؤوس الأموال وهجرة الأجانب من المغرب. ثم صدر بعد الاستقلال مرسوم ملكي بتاريخ 14 نوفمبر 1967 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ينص على الجانب التنظيمي والقانوني والتقني لهذه المؤسسة، وقد أدخل هذا القانون تعديلات عديدة، منها توسيع الهيئات الإدارية وتقوية سلطة البورصة. وفي سبتمبر 1993 صدر مرسوم ملكي استجابة للمتطلبات الاقتصادية والاستثمارية الجديدة أصبحت بموجبه بورصة الدار البيضاء سوقاً منظماً وعمومياً يتم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب، ومفتوحاً لكل المستثمرين سواء منهم المغاربة أو الأجانب. وقد ساهمت التعديلات التي أدخلت بموجب المرسومين المذكورين في تطوير وتنشيط البورصة في المغرب والنهوض بهذا القطاع وتطويره وتشجيع المدخرين والشركات على التعامل مع السوق المالي، خاصة وأن الاقتصاد المغربي</p>	<p>بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء<sup>2</sup></p>	<p>المغرب</p>	<p>9</p>

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 59

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص 77-78

			أخذ اتجاهها انفتاحيا على الخارج لتشجيع الاستثمار الأجنبي. وفي عام 1996 وافقت الحكومة على تغيير بعض البنود في قانون البورصة لمسايرة الإصلاحات الجديدة وتطور السوق.
10	الإمارات	أسواق الأسهم في دولة الإمارات: 1	<p>يعتبر إنشاء عدد من الشركات المساهمة العامة في مطلع الستينيات بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة. وظل السوق يعمل بصورة غير منظمة لفترة طويلة، مما أدى إلى حدوث اختلالات كبيرة نجمت عن غياب الآليات المناسبة لتحديد أسعار الأوراق المالية وانعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء، وعدم توافر الشفافية والإفصاح. ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة وازدياد الوعي الاستثماري بدأ التفكير في تنظيم هذا السوق بما يكفل سلامة التعامل وحماية المستثمرين وتوافر قدر كاف من الشفافية والإفصاح. وقد توجت الجهود التي بذلت في هذا الصدد بصدور القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 الخاص بإنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، فتم بالاستناد على ذلك تأسيس سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية.</p> <p><b>أ- سوق أبوظبي للأوراق المالية:</b> تم تأسيس هذا السوق بموجب القانون رقم (3) لسنة 2000. ويتمتع السوق بموجب هذا القانون بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه بما أن للسوق أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبوظبي. وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 15 نوفمبر 2000.</p> <p><b>ب- سوق دبي المالي:</b> تم تأسيس هذا السوق على أنه مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة. ويعمل السوق في مرحلته الأولى كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات العامة والمؤسسات العامة في الدولة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق. ويمكن للأجانب الاستثمار في هذين السوقين بطريقة غير مباشرة من خلال المحافظ الاستثمارية المختلفة والتي يتم إدارتها من قبل مدراء صناديق متخصصين، حيث تجدر الإشارة إلى أن قانون الشركات في دولة الإمارات لا يسمح بتملك الأجانب لنسبة تزيد عن 49% من رأسمال الشركات المساهمة العامة في الدولة.</p>
11	قطر	سوق الدوحة للأوراق المالية: 2	<p>يعتبر إنشاء شركة قطر الوطنية للملاحة والنقل في منتصف عام 1957 بداية الانطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في قطر، أعقب ذلك استمرار عمليات التأسيس للشركات المساهمة القطرية موزعة على مختلف الأنشطة الاقتصادية حتى وصل عدد الشركات التي تم إدراج أسهمها على لوائح السوق 17 شركة. وفي غياب السوق المنظمة، كان التعامل بأسهم الشركات يتم من خلال عدد من المكاتب وشركات الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل. وانطلاقاً من الرغبة الأكيدة من السلطات المعنية في إيجاد سوق منظمة تؤدي دورها في توجيه مدخرات المواطنين نحو الاستثمار في مشاريع التنمية الاقتصادية، صدور القانون رقم (14) لسنة 1995 والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، بصفته الإطار القانوني الذي يحكم عمل السوق كمؤسسة عامة تقوم بتنظيم التعامل في الأوراق المالية والإشراف عليها بما يساهم في استكمال بنية القطاع المالي في دولة قطر. وتم تشكيل لجنة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1996/7/17، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. وبعد استكمال كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة بأشرت سوق الدوحة للأوراق المالية العمل اعتباراً من يوم السادس والعشرين من شهر مايو عام 1997.</p>

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، الربع الأول 2002، ص ص 87-92

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، الربع الثاني 1997، ص 67

12	السودان	- سوق الخرطوم للأوراق المالية <sup>1</sup>	استفاد السودان من تجارب الدول التي سبقته في مجال الأسواق المالية، إلا أنه يمتاز عنها بأن قانونها نص على أن تعمل البورصة فيها وفق الشريعة الإسلامية، فهي لا تسمح بأي نوع من التبادل لا يتفق مع الصيغ الإسلامية كبيع الأجل وعقود الخيار وغيرها من العقود الأخرى المشابهة. وللسوق هيئة رقابية شرعية تختص بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة. وقد بدأ التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ عام 1962، وبعد دراسات عديدة مع مؤسسة التمويل الدولية تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية في عام 1982، بهدف تنظيم إنشاء السوق. وفي ظل سياسة التحرير الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للالتقاء الاقتصادي (1990-1993)، تم تأسيس هيئة الأسواق المالية في عام 1992. وفي عام 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبح بموجب السوق كياناً قانونياً مستقلاً. وبدأ العمل في سوق الإصدارات في العاشر من شهر أكتوبر عام 1994، وفي الثاني من يناير عام 1995 تم افتتاح سوق تداول الأسهم
13	الجزائر	بورصة الجزائر <sup>2</sup>	تقوم شركة إدارة بورصة القيم، شركة ذات أسهم، بإدارة سوق الأوراق المالية بالجزائر، وقد أنشئت الشركة بتاريخ 25 مايو 1997 وفقاً للمرسوم التشريعي رقم (93-10) المؤرخ في مايو 1993، وهي تشكل إطاراً عمومياً ومنظماً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقاً للقوانين والتنظيمات المعمول بها. وقد عكفت شركة إدارة بورصة الأوراق القيم منذ نشأتها على وضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على الأوراق المالية. واعتباراً من تاريخ 15 يوليو 1998 تخلى الأعضاء المؤسسين لشركة إدارة بورصة القيم - بعض البنوك الوطنية والخاصة وشركات التأمين - عن حصصهم في رأسمال الشركة لصالح شركات متخصصة في الوساطة في الأوراق المالية. وتأخذ شركة إدارة بورصة الأوراق القيم على عاتقها القيام بمهام التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة، والتنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة وتسيير نظام للتداول والتسعيرة وأيضاً تنظيم عمليات المقاصة على الأوراق المالية ونشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
ب	أسواق المال العربية غير المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي		
14	فلسطين	بورصة فلسطين <sup>3</sup>	كانت سوق فلسطين للأوراق المالية قد تأسست عام 1995 بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار "باديكو"، التي تمتلك 80% من رأسمالها. وعقدت سوق فلسطين للأوراق المالية أول جلسة تداول في 18 شباط/فبراير 1997، ويتم تداول أسهم (24) شركة مساهمة عامة في السوق حالياً، جميعها تعمل في فلسطين.
15	العراق	سوق بغداد للأوراق المالية	

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، الربع الأول 2003، ص 91، ص 93

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 101

<sup>3</sup> <http://www.amin.org>

ج	الدول العربية التي لا توجد به اسواق مالية حتى نهاية عام 2003: 16- جيبوتي، 17- الصومال، 18- موريتانيا	
19	سوريا	تم تشكيل لجنة على مستوى الوزراء والفنيين لاعداد مشروع انشاء السوق
20	ليبيا	نصت اللائحة التنفيذية للقانون رقم (21) لسنة 2001 على انشاء سوق للأوراق المالية وتحديد أهم البنود التي يجب ان يتضمنها النظام الأساسى للسوق.
21	اليمن	أعدت الحكومة الدراسات الفنية لانشاء سوق للأوراق المالية وأقرت جدواه وتعكف على اعداد التشريعات والنظم الفنية.