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-الدور3

منزل: ميت راضى-بنها-القليوبية-مصر

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

ملخص

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

وأخيرا،حاولت الورقة ان توصى 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 فى تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة فى ظل نظام الاقتصاد الحر الذى تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف السبعينيات.ورغم هذا التعدد والانتشار النسبى لأسواق الأوراق المالية العربية ،وكذلك الاهتمام

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

مشكلة البحث:

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاقها وانخفاض حجمها النسبى الذى يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء فقد تراوح عدد الشركات فى الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربى –باستثناء مصر- ما بين 3-161 شركة فى عام 2003، وما بين 6-163 شركة خلال الفترة 1994-2003 ، كما تتصف أيضا بضعف سيولتها ،حيث سجل معدل دوران الأسهم انخفاضا كبيرا فى نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذى سبقه،ليصل الى 16.5% مقارنة بنحو31.3% .فى حين ان اعلى نسبة لمعدل الدوران خلال الفترة 1994-2003 بلغت نحو 43.9% فى عام 1997، وتبرز خطورة السمات السابقة اذا ما اقترنت بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي والذى تؤكد البيانات أن هذ النسبة منخفضة للغاية معظم الأسواق العربية باستثناء الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة رسملة البورصة الى الناتج المحلى حيث وصلت الى 99.4% فى الكويت ، 91.7% فى البحرين عام 2002. ويؤدى انخفاض الحجم النسبى للبورصات وصغر حجم رأس مالها السوقي الى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.كما يلاحظ أيضا انخفاض حجم التداول الى الناتج المحلى الاجمالى فى معظم الأسواق باستثناء الكويت التى ترتفع فيها نسبة حجم التداول الى الناتج المحلى 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. علاوة على ماسبق فقد أثبتت التجربة أن الربط بين البورصات العربية كان خطوه شكليه لم يترتب عليها ايجابيات أو سلبيات و لم 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 الى سوق موحدة من خلال ربط البورصات العربية وإقامة سوق مالية عربية مشتركة،بالإضافة الى ضرورة تطوير البنية المؤسسية لأسواق المال العربية وإعادة هيكلتها وتذليل العقبات التي تواجهها بالتعاون العربي المشترك.وعلى هذا فأهمية البحث تكمن فى أهمية دراسة البورصات العربية كآلية تستهدف تحقيق التكامل المالى العربى وزيادة التدفقات المالية العربية.

هدف البحث:

يهدف البحث باستخدام المنهج التحليلى القائم على استقراء البيانات وتحليلها الى مايلى:-

- استعراض بإيجاز 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 العربى 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 بالاضافة الى الأشكال والرسومات البيانية ومن خلال المنهج التحليلى 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 الثانى: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 فى معظم الدول العربية فيما عدا مصر ولبنان حيث ظهرت فى مصر أول سوق للأوراق المالية فى المنطقة العربية ،وذلك بقيام بورصة الأسكندرية عام 1883 ثم بورصة القاهرة عام 1898، فى حين ان بورصة بيروت لم تظهر الا عام 1920.وبعد ذلك دأبت الدول العربية على انشاء وتطوير البورصات نظرا لأهميتها فى تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة فى ظل نظام الاقتصاد الحر الذى تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف السبعينيات.ورغم هذا التعدد والانتشار النسبى لأسواق الأوراق المالية العربية ،وكذلك الاهتمام المتزايد بتنشيطها ،الا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الأمر فى الدول الصناعية الرئيسية ،أو حتى مثلما هو الحال فى الدول حديثة

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

أولا: 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:-[2]

1. النمو الاقتصادي:تحسن متوسط معدل النمو الحقيقى للناتج المحلى الاجمالى فى الدول العربية ليبلغ 4.5% مقابل 2.9% ،متجاوزا 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 للناتج المحلى الاجمالى) تحسنا فى 14 دولة مقابل تراجع فى 4 دول،فقد سجل مؤشر عجز الميزانية العامة كنسبة من الناتج المحلى الاجمالى انخفاضا فى ثمان دول عربية هى: 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 فائضا 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 2.68%،0.4% على الترتيب وحافظ السودان على نسبة عجز قدرها 0.9%.
3. التوازن الخارجي:شهد التوازن الخارجى (نسبة عجز/فائض الحساب الجارى للناتج المحلى الاجمالى) تحسنا فى 12 دولة مقابل تراجع فى 6 دول،فقد سجل مؤشر عجز الحساب الجارى كنسبة من الناتج المحلى الاجمالى انخفاضا فى خمس دول عربية هى: 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 الى16.3%،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 الإجمالى فى خمس دول هى: 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 الإجمالى فى موريتانيا بصورة ملحوظة لتصل إلى 17.2%.

---

[1] 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.ويتعاظم ذلك التكامل عندما يؤدى الى زيادة تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود وزيادة مشاركة المقرضيين والمقترضيين المحليين فى الأسواق العالمية ،لمزيد من التفاصيل حول العولمة المالية وآثارها والمحازير 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 الانتاج الصناعى"،سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعى،العدد(71)،ديسمبر2002.

-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 Emprical Evidence,IMF,WashingtonD.C,USA,March17,2003.

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

[2] المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2003 "،الكويت ، ص ص 27-30

4. **معدل التضخم:سجل متوسط معدل التضخم فى الدول العربية ارتفاعا طفيفا ليصل إلى 2.9% عام 2003 مقابل 2.1% فى العام السابق وكان ذلك محصلة انخفاض معدل التضخم فى 5 دول مقابل ارتفاعه فى 13 دولة وان 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[1]:شهد المؤشر المركب لمكون السياسات الاقتصادية (الميزان الداخلى والميزان الخارجى ومعدل التضخم) لمناخ الاستثمار فى الدول العربية تحسنا ملحوظا خلال عام 2003 اذ 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 فى 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 الاقتصادى ومشاريع البنية التحتية التى تقوم بها الدول العربية.**

ثانيا:تطوير الأسواق المالية العربية: عملت الحكومات فى 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 ايجاز أهم التطورات فى الأسواق المالية العربية فيما يلى:-[2]

1. **تعزيز الدور الرقابى:اتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور الرقابى والتشريعى الذى تقوم به هيئة مستقلة تابعة للحكومة عن الدور التنفيذى الذى غالبا ما يقوم به القطاع الخاص.وقامت باعادة هيكلة اسواقها المالية من خلال اصدار القوانين والتشريعات والتى بموجبها تم فصل الجهاز الرقابى المعنى باصدار الأحكام والقواعد التى تنظم اصدار وتداول الأوراق المالية عن ادارة البورصة التى يجرى من خلالها تداول هذه الأوراق،والجهاز الذى يتولى تسجيل وتحويل عقود شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية.[3]**
2. **تعزيز الشفافية والافصاح:أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الافصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابى للسوق من جانب،وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين فى السوق من جانب آخر.وبالاضافة الى ما تقوم به معظم هذه الأسواق من اصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الادارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار،توجهت الى نشر بياناتها من خلال شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها.كما ألزمت التعليمات الجديدة فى بعض الدول العربية الشركات المساهمة بتقديم تقارير ربع ونصف سنوية.**

---

[1] **فى محاولة لقياس أداء الاقتصاديات العربية وتوصيف مناخ الاستثمار فى الدول العربية قامت المؤسسة العربية لضمان الاستثمار منذ عام 1996 بتأسيس مؤشر مركب يقيس درجة التحسن أو التراجع فى مناخ الاستثمار فى الدول العربية ،وتستند المنهجية التى تم اعتمادها لتعريف البيئة الاقتصادية المستقرة والمحفزة والجاذبة للاستثمار إلى أنها تلك التى تتميز بعدم وجود عجز فى الميزانية العامة ،يقابله عجز مقبول فى ميزان المدفوعات ،ومعدلات متدنية للتضخم وسعر صرف غير مغالى فيه وبيئة سياسية ومؤسسية مستقرة وشفافية يمكن التنبؤ بها لأغراض التخطيط المالى والتجارى والاستثمارى.وشمل المؤشر المركب ثلاث مجموعات هى السياسات المالية والنقدية والمعاملات الخارجية،بينما التطورات النوعية المتعددة التى تؤثر فى مجمل المناخ مثل درجة الاستقرار السياسى والتطورات التشريعية والمؤسسية،وتنمية الموارد البشرية وما يتم من خطوات فى مجال الترويج ،فان 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 فى الدول العربية لعام 2002 "،الكويت ، ص ص 28-29**

[2] **راجع:-**
- **صندوق النقد العربى،"التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام 2003 "،الفصل السابع ،ص ص 13-17 بموقع الصندوق على الانترنيت www.amf.org.ae .**
- **صندوق النقد العربى،"مساهمة صندوق النقد العربى فى تطوير الأسواق المالية العربية "،أبو ظبى ،يونيو 2003 ،ص ص 13-20.**

[3] **تجدر الاشارة الى عدد الأسواق التى قامت بفصل الدور الرقابى عن الدور التنفيذى بلغ فى عام 2002 سبعة أسواق هى:الأردن،مصر،عمان،تونس،المغرب،الامارات،الجزائر.أما بقية الدول العربية فان أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معا الرقابى والتنفيذى.**

3. **تطوير دور المستثمر الرئيسى وزيادة الأدوات الاستثمارية: اتجه معظم اسواق الأوراق المالية العربية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم اسقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة.[1]ولهذا عملت السلطات على تشجيع الادخار طويل الأجل باحداث حسابات ادخار من الأسهم المدرجة فى الأسواق وتتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح،كما تم السماح لهيئات 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.[2]**
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.[3]**
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 ادخال 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 المركزى فقد أنشأ العديد من الدول العربية مراكز ايداع وحفظ مركزى تتميز بالكفاءة وتعمل فى البعض الآخر منها بصورة مستقلة عن البورصة،وتقوم بمزاولة تسجيل ونقل الملكية بين الوسطاء الماليين.[4]**

ثالثا:انتشار برامج الخصخصة فى الدول العربية: تشير تجارب الدول النامية فى هذا الشأن إلى 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 فعالا لتطوير وإصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال

---

[1] 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 ،فان ذلك من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة التعامل فى البورصات العربية.

[2] 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 أوبالخارج استثمار اموالهم دون الحاجة الى التواجد بالمنطقة.لمزيد من التفاصيل حول صناديق الاستثمار وأنواعها ومزاياها راجع:-

- منال محمد محمد متولى ، المدخرات فى الاقتصاد المصرى ، رسالة دكتوراة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1995 ،ص ص 138-139.
- يسرى جرجس بسطا ، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر" ، رسالة دكتوراه ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1997 ،ص ص 217-219.
- حسين عبد المطلب الأسرج،"دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر"، رسالة ماجستير ،كلية التجارة،جامعة الزقازيق، 2002 ،ص ص 59-60.
- لبنى أبو العلا ، "صناديق الاستثمار فى مصر كأداة ادخار واستثمار" ، مجلة المال والتجارة ، الأعداد (312) ،(313)، (314) ، ابريل ، مايو ، يونيه 1995
- نشأت عبد العزيز معوض،"بورصات الأوراق المالية زصناديق الاستثمار"،الجزء الثانى،كتاب الأهرام الاقتصادى،العدد 76،يونيه 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

[3] تجدر الاشارة 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% .بالاضافة الى تعديل الأنظمة الضريبية المرتبطة بها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على ادارج أسهمها فى السوق.

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

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

وتقدر حصيلة الخصخصة الإجمالية فى الدول النامية خلال الفترة (1990-2000) حوالى 342 مليار دولار.بينما بلغت هذه الحصيلة فى 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 فى عام 1997 ،ولكنها تراجعت بعد ذلك تدريجيا فى ضوء التباطؤ الذى حدث فى النمو الاقتصادى العالمى إلى أن بلغت حوالى 1.8 مليار دولار عام 2000 ،ثم ارتفعت إلى نحو 3 مليار دولار عام 2001 . [1]

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

رابعا:التطورات المؤسسية والتشريعية لجذب الاستثمار الأجنبي العربية: تم فى معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار ،هدفت فى مجملها ،إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة والى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق[2] ،ويمكن تقسيم الدول العربية فى هذا المجال إلى مجموعتين ، تضم الأولى منها ، الدول التى لا تفرض أى قيود على الاستثمار الأجنبى فى الأوراق المالية وتشمل مصر والمغرب والجزائر ولبنان . أما المجموعة الثانية ، فتشمل الدول التى تفرض قيودا ،ولكن بنسب متفاوتة على الاستثمار الأجنبى ،وهى تونس ودول مجلس الخليج العربى .[3]

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 الأجنبى المباشر فى الدول العربية من اجمالى الاستثمار الأجنبى المباشر فى العالم بلغت نحو 1.5% خلال عام 1997 ، وظل يتأرجح حول 1% فى الأعوام 2001،1998،1996 .كما بلغ متوسط هذه النسبة خلال الفترة حوالى 0.65% . كما بلغ متوسط نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلى الإجمالى فى الدول العربية خلال نفس الفترة حوالى 0.7% .4وتقدر البيانات الأولية أن تكون الدول العربية قد استقطبت حوالى 6.5 مليار دولار عام 2003.[5]

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

سادسا:اتخاذ الاتحاد العربي للبورصات قرارا بإنشاء أول شركه مقاصة عربيه برأسمال10 ملايين دولار مقسمه علي الدول الأعضاء مقرها في بيروت وتختص هذه الشركة

---

[1] صندوق النقد العربى،"التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام 2002 "،أبو ظبى ،سبتمبر 2003 ،ص 157 ،ص 160 .

[2] تجدر الاشارة الى أنه تم خلال الفترة (1991-2002) ادخال نحو 1641 تعديلا قانونيا توجه ما يزيد على نسبة 95% منها نحو مزيد من الانفتاح والتحرير وتقديم الحوافز والضمانات مما يعكس تنامى الوعى لدى الدول بتعزيز قدرتها التنافسية ومناخها الاستثمارى.فى حين بلغ فى نهاية عام 2002 عدد الاتفاقيات الثنائية لحماية وتشجيع الاستثمار 2181 اتفاقية ،أما عدد الاتفاقيات الثنائية المبرمة لتجنب الازدواج الضريبى فقد بلغ 2256 اتفاقية خلال الفترة ذاتها.راجع : المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2003 "،مرجع سابق، ص 16.

[3] صندوق النقد العربى،"مساهمة صندوق النقد العربى فى تطوير الأسواق المالية العربية "،مرجع سابق ،ص 17

[4] المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2002 "،مرجع سابق، ص 47

[5]المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2003 "،مرجع سابق، ص 36

[6] لمزيد من التفاصيل ،راجع : المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام 2002 "،مرجع سابق،ص ص 95-167

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

سابعا:الاتفاق بين الدول العربية علي إنشاء شبكه معلومات لأسواق المال عبر شبكه الانترنت ، لأن تجربه 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 الشبكة توحيد قاعدة المعلومات والبيانات وسرعة نقل المعلومات ليوفر للمتعاملين في الأوراق المالية في مختلف الدول العربية إمكانية متابعه التعاملات في أي بورصة عربيه في التوقيت نفسه وقد بدأت هذه الشبكة عملها في نوفمبر2001.وتوفر هذه الشبكة المعلومات الحية للمستثمرين والمهتمين بالأسواق المالية العربية مثل أسعار التداول والمعلومات الخاصة بالأسواق المالية العربية والشركات المدرجة بها بالاضافه الي الأخبار والتقارير الاقتصادية المختلفة.

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

تاسعا:قرر 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 لجنه لبحث النواحي الفنية للمشروع والمعايير والآليات التي يتم علي أساسها اختيار الشركات التي ستدرج في الكيان المالي المقترح .[1]

المبحث الثانى

تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003)

وتؤكد البيانات المتاحة حدوث نشاط ملحوظ فى أداء البورصات العربية مجتمعة-والتى يرصد تطوراتها صندوق النقد العربى[2]- خلال الفترة 1994-2003 وفيما يلى عرض لأهم مؤشرات أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003.

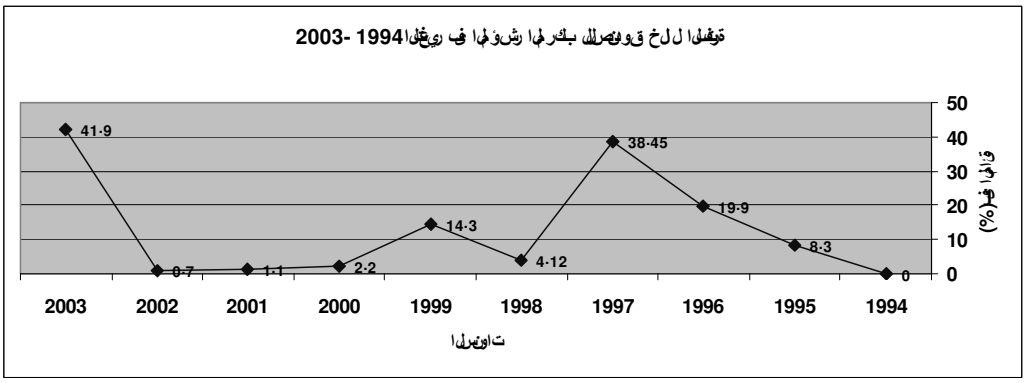
1-المؤشر المركب للصندوق:أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربى -كما يتضح من الشكل التالى-أن أداء اسواق الأوراق المالية سجل ارتفاعا كبيرا فى نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذى سبقه.فقد ارتفع هذا

---

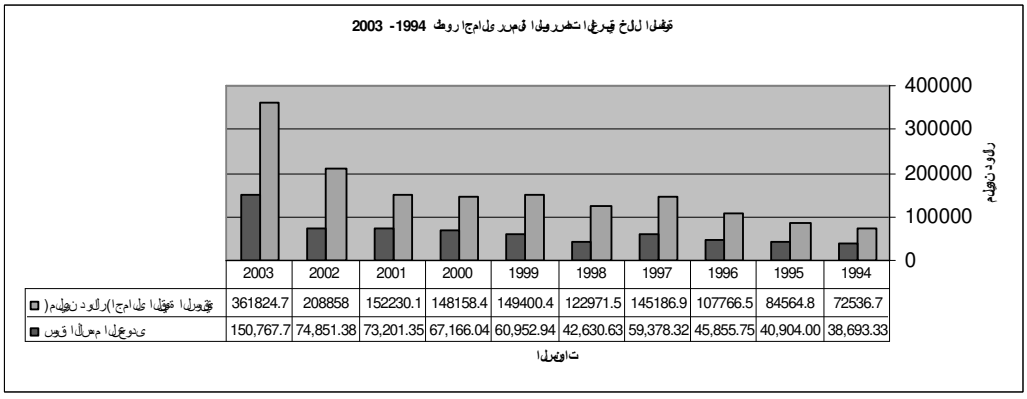
[1] بدأت الدول العربية الخطوات العملية نحو إنشاء سوق موحده للأوراق المالية فى الوطن العربى، *وكانت أولى* هذه الخطوات إنشاء اتحاد للبورصات العربية في عام1982 في إطار جامعه الدول العربية وكان يضم أربع بورصات فقط في بدايته هي لبنان وعمان وتونس والمغرب وأصبح يضم حاليا معظم الدول العربية؛ويركز الاتحاد في 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 منذ1987 وحتى1992 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 ثنائيه أو ثلاثية أو متعددة الأطراف وفي هذا السياق جاء التوقيع علي اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال المصرية في ابريل1996 والتي انضمت إليها بورصة بيروت في مرحله تاليه لتصبح اتفاقيه 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 يناير1997 ولكن الملاحظ أن الدول الأخرى لم تنضم الي هذا الاتفاق الثلاثي كما كان متوقعا وفضلت الدخول في اتفاقيات ثنائيه فوقعت كل من البحرين والكويت والبحرين وعمان وعمان والكويت اتفاقيات ثنائيه للربط بينها وهو ما يعني عدم التعلية علي الاتفاق الثلاثي والذي كان ينظر إليه باعتباره نواه لقيام بورصة موحدة.

[2] راجع المرفق الملحق بنهاية البحث.

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



2-رسملة البورصة:يتضح من الشكل البيانى التالى التصاعد المستمر لرسملة البورصات العربية مجتمعة حيث ارتفعت من نحو 72.5 مليار دولار عام 1994 الى حوالى 361.8 مليار دولار عام 2003 بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ حوالى 20% خلال الفترة (1994-2003).ويلاحظ ان الأهمية النسبية لسوق الأسهم السعودى فى 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 فى عام 2003 لتصل الى 15.6%.ويلاحظ ان الأهمية النسبية للسوق المصرى للأوراق المالية قد قفزت من نحو 5.9% عام 1994 الى حوالى 20.8% عام 2000،الا أنها أخذت فى التراجع فى السنوات التالية لتصل الى 7.7% عام 2003.



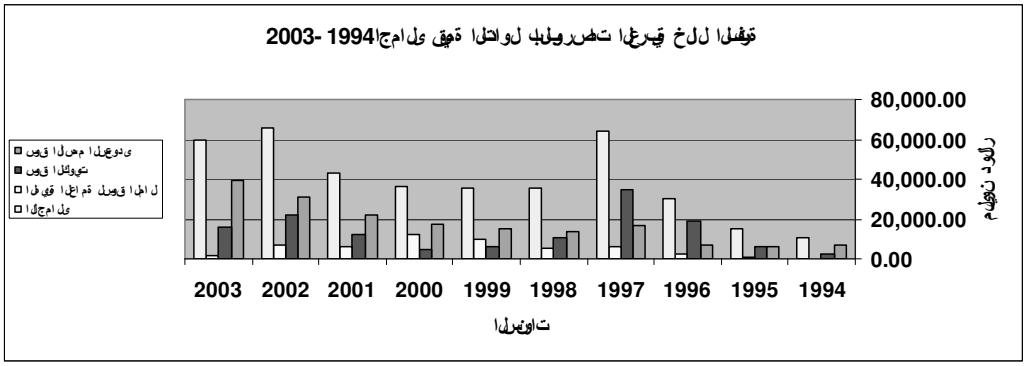
	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994
	361824.7	208858	152230.1	148158.4	149400.4	122971.5	145186.9	107766.5	84564.8	72536.7
	150,767.7	74,851.38	73,201.35	67,166.04	60,952.94	42,630.63	59,378.32	45,855.75	40,904.00	38,693.33

وتجدر الاشارة الى ان اجمالى رسملة البورصات العربية قد ارتفعت بنحو 37%،72.3% أعوام 2002 ،2003 على الترتيب. ويعزى هذا التحسن فى العامين الأخيرين بشكل أساسى إلى الزيادات الهائلة التى شهدتها أسواق السعودية والكويت، بالإضافة إلى دخول أسواق كل من الإمارات وقطر فى عام 2002، أسواق السودان والجزائر فى الربع الأول من عام 2003 لقاعدة بيانات صندوق النقد العربى.وعلى الرغم من ذلك فانها ما تزال منخفضة خاصة عند مقارنتها ببعض الأسواق ،حيث بلغت 131 مليار دولار فى الهند،2126 مليار دولار فى اليابان،نحو 967 ،686 مليار دولار فى فرنسا والمانيا على الترتيب عام 2002.[1]

[1]-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

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

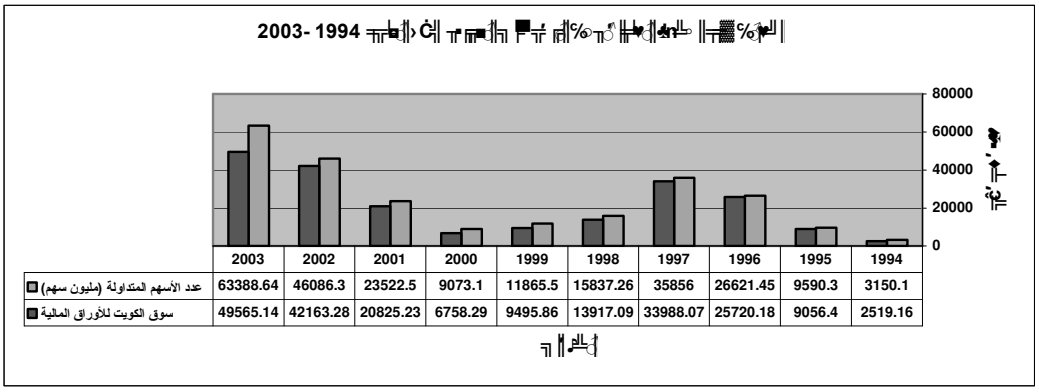
3-اجمالى حجم التداول: يتضح من الشكل البيانى التالى الاتجاه التصاعدى لرسملة البورصات العربية مجتمعة حيث ارتفعت من نحو 10.5 مليار دولار عام 1994 الى حوالى 59.74 مليار دولار عام 2003 بمتوسط معدل نمو سنوى بلغ حوالى 21.3% خلال الفترة (1994-2003).ويلاحظ ان الأهمية النسبية لسوق الأسهم السعودى فى اجمالى قيمة 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 اخذت 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 فانها ما تزال منخفضة خاصة عند مقارنتها ببعض الأسواق ،حيث بلغت 197 مليار دولار فى الهند،1573 مليار دولار فى اليابان،نحو 934.7 ،1233مليار دولار فى فرنسا والمانيا على الترتيب عام 2002.[1]



ويلاحظ انخفاض حجم التداول الى الناتج المحلى الاجمالى فى معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت التى ترتفع فيها نسبة حجم التداول الى الناتج المحلى 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 التصاعدى لاجمالى 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 2002ثم انخفضت بصورة ملحوظة لتصل الى 78.2% فى عام 2003.

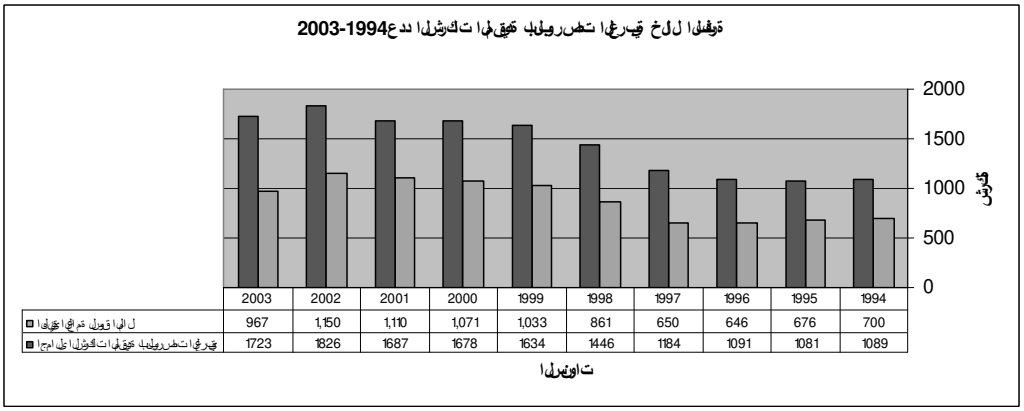
[1] -Lamba,Asjeet S."An Analysis of the Dynamic Relationships Between South Asian and Developed Equity Markets" ,Ibid ,p 15



	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994
عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	63388.64	46086.3	23522.5	9073.1	11865.5	15837.26	35856	26621.45	9590.3	3150.1
سوق الكويت للأوراق المالية	49565.14	42163.28	20825.23	6758.29	9495.86	13917.09	33988.07	25720.18	9056.4	2519.16

كما تزايدت ايضا الأهمية النسبية للسوق السعودى للأوراق المالية فى اجمالى عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية قد تزايدت من نحو 4.8% فى عام 1994 الى نحو 8.8% فى عام 2003. وتزايدت الأهمية النسبية للسوق المصرى للأوراق المالية فى اجمالى عدد الأسهم المتداولة بالبورصات العربية من نحو 0.9% الى نحو 2.2% خلال نفس الفترة.

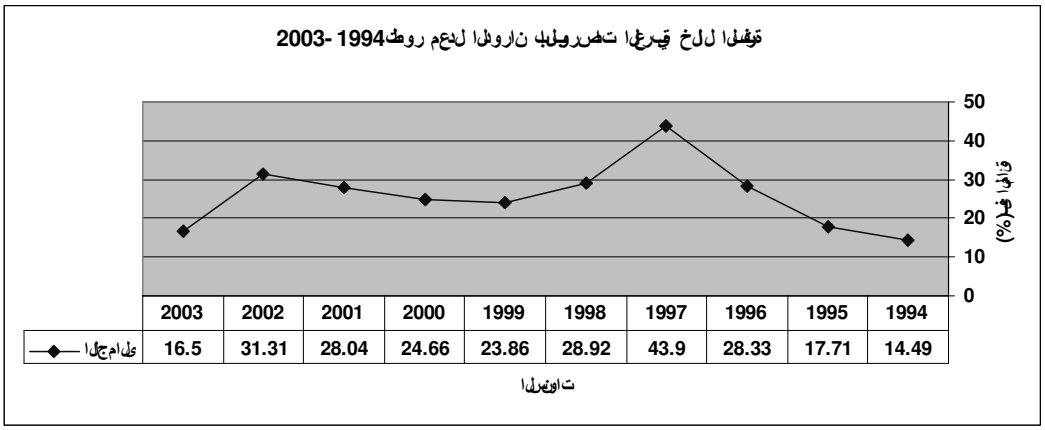
5-اجمالى عدد الشركات: يتضح من الشكل التالى الاتجاه التصاعدى لاجمالى عدد الشركات المقيدة بأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1994-2003) حيث ارتفع من 1089 شركة فى عام 1994 الى 1826 شركة فى عام 2002 ثم انخفض بمقدار 103 شركة فى عام 2003 ليصل الى 1723 شركة.ويلاحظ أرتفاع الأهمية النسبية للسوق المصرى للأوراق المالية فى اجمالى عدد الشركات المقيدة بالبورصات العربية حيث بلغت حوالى 64% فى عام 1994 ارتفعت الى نحو 65.8% عام 2001 ثم انخفضت فى عام 2003 لتصل الى 56%.



	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994
	967	1,150	1,110	1,071	1,033	861	650	646	676	700
	1723	1826	1687	1678	1634	1446	1184	1091	1081	1089

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

6-معدل دوران الأسهم (%):عبارة عن قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسوما على القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها فى نهاية الفترة،ويظهر الشكل التالى أن معدل دوران الأسهم فى البورصات العربية قد سجل انخفاضا كبيرا فى نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذى سبقه،حيث انخفض الى 16.5% مقارنة بنحو31.3% .وقد بلغت اعلى نسبة لمعدل الدوران خلال الفترة 1994-2003 نحو 43.9% فى عام 1997. ويعتبر معدل الدوران خير مقياس لتحقيق السيولة .



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:-[1]

[1] 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://wwwssrn.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 التى تواجه البورصات العربية راجع:-

- صندوق النقد العربى،التقرير الاقتصادى العربى الموحد لعام 2000،الامارات العربية المتحدة،2001،ص ص 172-176
- سليمان المنذرى،"البورصات العربية..وهن فى مرحلة الشباب"موجود ب www.islamonline.net/Arabic/economics/2001/05/articale5.shtml

أولا: ضآلة الحجم النسبى لأسوق الأوراق المالية العربية: ويقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة بالبورصة،ونسبة الاصدارات الجديدة للناتج المحلى وذلك بالنسبة لسوق الاصدار، أما بالنسبة لسوق التداول فتقاس طاقتها النسبية من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المتداولة الى كل من الناتج المحلى،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 فى الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربى –باستثناء مصر- ما بين 3-161 شركة فى عام 2003، وما بين 6-163 شركة خلال الفترة 1994-2003 ،وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبى للبورصات العربية.[1] كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي ،ويلاحظ انخفاض القيمة السوقية الى الناتج المحلى الاجمالى فى معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة البورصة الى الناتج المحلى حيث وصلت الى 99.4% فى الكويت ، 91.7% فى البحرين عام 2002.وقد بلغ متوسط رسملة البورصات العربية الى الناتج المحلى الاجمالى نحو 26% فى عام 2001 مقارنة بمتوسط بلغ 33% بالنسبة للدول النامية.[2]

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

ثانيا: تدنى مقدرة أسوق 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 كفؤة، 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 الذى سجل انخفاضا كبيرا فى نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذى سبقه،حيث انخفض الى 16.5% مقارنة بنحو31.3% .وقد بلغت اعلى نسبة لمعدل الدوران خلال الفترة 1994-2003 نحو 43.9% فى عام 1997، بالاضافة الى انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة. وقد بلغ متوسط معدل الدوران فى البورصات العربية نحو 6% فى عام 2001 مقارنة بمتوسط بلغ 20% بالنسبة للدول النامية.[3]

ثالثا: انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسوق الأوراق المالية العربية:ويعنى به مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها الى استثمارات مالية ،وتقاس من خلال مقارنة حجم الاصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للناتج المحلى الاجمالى والادخار المحلى الاجمالى، ويلاحظ انخفاض حجم التداول الى الناتج المحلى الاجمالى فى معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت التى ترتفع فيها نسبة حجم التداول الى الناتج المحلى 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.

رابعا: ضعف الفرص المتاحة للتنويع: تؤدى هذه الصفات الرئيسية السابقة الى تقليل الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع 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 تستحوذ 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.

---

[1] تجدر الاشارة الى ان هذا العدد يعتبر متدنى للغاية خاصة اذا تمت مقارنته بعدد الشركات المقيدة فى الدول النامية ،حيث بلغ نحو 3058شركة فى اليابان ،5650 شركة فى الهند،712 شركة فى باكستان وذلك فى 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

[2] Bolbol, A & Mohammed M.O., "Arab Stock Market and Capital Investment" ,AMF Economic Papers, NO 8,2004,p9

[3] Ibid,p9

خامسا: التقلبات الشديدة في الأسعار: ينتج ايضا عن الخصائص الأساسية السابقة صفة اساسية تميز بورصات الأوراق المالية العربية وهى شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزي 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 يؤدى 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 تركز التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعانى 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 سميا أسهم شركات القطاع العام.

سادسا: قصور الأطر التنظيمية والتشريعية: على الرغم من التطور الملحوظ فى هذا الجانب ،والاجراءات التى اتخذتها الدول العربية فى سبيل تحديث القوانين والتشريعات المتعلقة بأسواقها -والسابق الاشارة الى جزء منها فى مقدمة هذا البحث- الا 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 والتى تعمل على تقليل حدة تقلبات الأسعار وتخفيض مخاطر الاستثمار فى هذه الأسواق.كما أن العديد من الدول العربية مازالت تفتقر الى مؤسسات التسوية والمقاصة والايداع والحفظ المركزى 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 : تعانى أسواق الدول العربية من تدنى الطلب على الأوراق المالية ولعل ذلك يرجع بصفة أساسية الى انخفاض معدلات الدخول النقدية والادخار الفردى فى عديد من الدول العربية ،بالاضافة الى تدنى الوعى الاستثمارى لدى الكثيرين وخاصة فى الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول،وكذلك تفضيل البعض حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع فى البنوك.ومن جهة أخرى فان أحجام الاصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة والقائمة فى الاسواق العربية مازالت تتسم بالضآلة،حيث بلغت نسبتها الى كل من الناتج المحلى جهة والقروض والتسهيلات المصرفية من جهة اخرى نحو4%،10% على الترتيب.ولعل محدودية الوعى المالى لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية،بالاضافة الى رغبتهم فى السيطرة على ادارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات والتزامها بقواعد الشفافية والافصاح ومعايير المحاسبة الدولية فى كثير من الأسواق العربية من أهم مصادر ضعف السوق الأولى ،بالاضافة الى غياب مؤسسات التصنيف وترويج وضمان الاكتتاب والتى من شأنها أن تزيد من اقبال المستثمرين على الاصدارات 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 يلى :-

- توسيع الطاقة الاستيعابية للاقتصاد القومى وذلك بتوفير مشاريع إنتاجية وخدمية ذات ربحية مجزية
- إفساح المجال أمام المبادرات الفردية والقطاع الخاص والمؤسسات وتهيئة المناخ اللازم لتشجيعهم للمشاركة فى النشاط الاستثماري.
- ضرورة العمل على إيجاد الأطر التشريعية والتنظيمية المرنة والتى تتلاءم مع المستجدات والمتغيرات العالمية والإقليمية وبما يضمن الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين .

- تنوع أدوات الاستثمار المالى مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم واتجاهاتهم وبما يغرى المدخرين بالتعامل فى السوق المالية ،وبالتالى توسيع الأسواق الثانوية بما يساعد على توفير السيولة بسوق المال باستمرار .
- تطوير وتحديث البنية الأساسية والعمل على استخدام التطورات الحديثة فى مجال الاتصالات وخاصة شبكة الانترنيت والعمل على تحديث المكاتب المتخصصة فى 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 يلى:-

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

ثانيا: أهمية التعاون مع اتحاد أسواق المال العربية لتفعيل إنشاء بورصة عربية موحدة ذات نظام تداول ومقاصة وتسوية موحد ويقيد بها الشركات الأكثر نشاطا فى أسواق المال العربية، حيث يحقق وجود هذه السوق عدد من المزايا أهمها :-[1]

أ- اضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية وادخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين الى المشروعات العربية بما يؤدى الى زيادة معدلات النمو الاقتصادى.
ب- تساعد على اعادة تخصيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى بما يحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين.
ت- تساعد على تحقيق الاعتماد الجماعى على الذات العربية ولتكوين تنمية مستقلة فى ظل العولمة والاتجاه للمزيد من التكتلات الاقتصادية.
ث- مقابلة احتياجات التنمية الاقتصادية فى الدول العربية التى لا تستطيع البنوك التجارية بامكاناتها المعروفة تحمل مسئوليتها فى هذا الصدد.
ج- تمثل وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية.
ح- تقل من مخاطر وجود الأموال العربية فى الاقتصاديات المتقدمة خاصة بعد أحداث الحادى عشر من سبتمبر 2001.
خ- توفير السيولة اللازمة للتبادل التجارى وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية بين الدول العربية.
د- احدى وسائل التنسيق العربى.
ذ- تسمح بحرية الدخول والخروج من أسواق الأوراق المالية فى وقت نسبى قصير.
ر- تضمن الحصول على الحقوق المتبادلة للمتعاملين فى هذه الأسواق.
ز- تتيح التنويع للمحافظ الكبرى للدول وكبار المتعاملين.
س- تساعد على التنويع الأكفأ للموارد على أحسن المشروعات الاستثمارية العربية.

وفى هذا الإطار يجب العمل على:-

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

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

[1] نهلة أبو العز،القوة المالية تبدأ من اتحاد أسواق المال،مجلة البورصة المصرية،الأهرام الاقتصادى،العدد 5،374 يوليو 2004،ص 15.

وتقليل الانتقال الفعلي للأوراق المالية أو النقود ولذلك كان لابد من دعم عمليه الربط بأدوات أخرى. فالربط بين البورصات العربية ليس مجرد عمليه فنيه وإنما المهم أن يكون لهذا الربط اثر فعلي علي التعامل بمعني انه بعد عمليه الربط يستطيع المتعامل في سوق الكويت أن يتعامل علي الأسهم المصرية من مكانه دون أن يعطي أمر الشراء أو البيع لسمسار في مصر وكذلك أن يتم تحويل أو تسويه مقابل العمليات استلام البائع للأموال والمشتري للأسهم والسندات بسرعة لزيادة حجم التعاملات ولعل أهم العوائق التى يجب أزالتها ما يلى:-[1]

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

رابعا: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 امكانات 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 ، وأيضا التعاون في مجال تبادل الخبرات المستحدثة وخاصة في مجال تنشيط الأدوات المالية والاستثمارية الحديثة ودراسة إمكانية تقديم بعض المزايا والإعفاءات الضريبية لأدوات الاستثمار المالى لمدد محددة من تاريخ مباشرة النشاط، بالإضافة إلى إلزام شركات الوساطة بضمان الصفقات التي تتم من خلالها حتى لو اخفق عملاؤها.

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

سادسا:عمل خطة إعلامية لنشر الوعى الاستثمارى والتعريف الاعلامى بفرص وإمكانيات مزايا الاستثمار المالى بين الدول العربية. ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة من خلال الوسائل التالية :-

1- الترويج للشركات المساهمة العربية من خلال تصميم موقع الكترونى لنشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء على جمهور المستثمرين العرب بالاضافة الى ما يتم نشره عند الدعوة للاكتتاب فى اصدارات جديدة من الأسهم وبحيث تشتمل نشرة الاكتتاب على كل ما يهم المستثمر العربى ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له.

2- تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن أنشطة الشركات العربية وبصفة خاصة الميزانية السنوية وحسابى الأرباح والخسائر والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة ودراسة امكانية ارسالها للمساهمين حتى يكونوا على بينة بأحوال شركتهم واشعارهم بأنهم ملاك حقيقيون للشركة ، ومن ثم يتعمق مفهوم الملكية لديهم ويزيد من حماسهم للمساهمة فى الشركات.

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

[1] 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 ،وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو مايعود على مجتمعهم .

5-تشجيع إنشاء نوادى الاستثمار العربية التى تساهم فى زيادة الوعى الاستثمارى فى الأوراق المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين العرب يمكن الاعتماد عليه.[1]

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

سابعا:زيادة مستوى التدفقات المالية العربية البينية من خلال:[2]

أ- العمل على إشراك مستثمرين فى عدة أقطار عربية فى مشاريع إنتاجية قطرية إقليمية ومشتركة عن طريق إصدار أسهم وسندات.
ب- إ دراج أسهم وسندات الشركات العربية فى أكثر من سوق مالية عربية كوسيلة لتنشيط حركة رؤوس الأموال العربية.[3]
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 فلابد من توافر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالسوق ، ذلك أن المستثمر يشترى الورقة التى تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيج من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون فى درجة خوفهم من المخاطرة ،فإن الورقة المالية التى تجذب مستثمراً معينا ، قد لا تجذب مستثمراً آخر . وبالتالى فإنه لزيادة عدد المستثمرين بسوق الأوراق المالية ، يلزم وجود أوراق مالية ذات جاذبية لمختلف المستثمرين والمدخرين ، لأن زيادة عدد المستثمرين بالسوق يؤدى لزيادة كفاءة السوق . لذلك فإنه يجب تطوير كل من سوق الأسهم وسوق السندات على النحو التالى:-[4]

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

1-ضروة التوسع فى اصدار الأسهم لحاملها حيث تكون الأسهم العادية اما مسجلة (اسمية) أو تكون أسهم لحاملها ،وفى حين يسمح لحامليها حضور اجتماع الجمعية العامة ،الا 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 .

---

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

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

[3] 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 اى 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،وايضا اشتراط حدود دنيا للتوزيعات الخارجية وضرورة استيفاء عدد من السنوات فى مزاولة النشاط ...الخ ،ودراسة امكانية انشاء هيئة عربية للقيام بصياغة هذه الشروط والاشراف على تطبيقها.لمزيد من التفاصيل حول هذه البدائل راجع صندوق النقد العربى ،"السياسات المالية وأسواق المال العربية"،تحرير سعيد النجار،أبو ظبى،الامارات العربية المتحدة،1994،ص ص 128-131

[4] منير ابراهيم هندى ،"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 فى توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الأسمية للسهم ، كما أن له أولوية على حملة الأسهم العادية فى أموال التصفية ، وفى ضوء انخفاض أسعار الفائدة فإن اصدار مثل هذه الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق فى استدعاء الأسهم التى أصدرتها ، مقابل مبلغ يفوق القيمة الأسمية للسهم ، واحلالها بأسهم ممتازة أخرى ذات معدل ربح منخفض مما يؤدى لخفض تكلفة التمويل بالمنشأة .

3-التوسع فى اصدار انواع متعددة من الأسهم العادية،تأتى الأسهم العادية فى مقدمة الأوراق المالية التى تتداول فى أسواق رأس المال،ويمكن أن يتم اضافة عدة أنواع من هذه الأسهم لجذب مزيد من المستثمرين مثل ما يلى :-

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

ثانياً : العمل على تنشيط سوق السندات فى البورصات العربية :

تشكل السندات نحو 70% من حجم التعامل فى أغلب اسواق المال فى العالم ،الا ان سوق السندات فى البورصات العربية تبدو محدودة بالنسبة لهذه الورقة الهامة،على الرغم من الاتفاق على أن سوق السندات قد تفوق أهميته سوق الأسهم فى خلق حركة نشطة داخل السوق وذلك فى السنوات الأولى من عمر السوق،حيث تتزايد الممارسات غير الأخلاقية . فالسندات تتميز بالعائد المعروف مسبقا بالاضافة الى ضآلة المخاطر،حيث تتمتع السندات بالاستقرار والبعد عن التذبذب فى الأسعار الذى تعانى منه الأسهم،وبالتالى فان السندات تعتبر ملاذا آمنا للاستثمار لأنها تحتفظ بقيمتها ثابته ومخاطرها قليلة ومحسوبة.

وتلجأ الشركات الى استخدام السندات لتمويل أنشطتها باعتبارها مصدرا قويا للتمويل أكثر استقرارا وأقل تكلفة مما يتيح لها التوسع فى أنشطتها وتنويع محافظها المالية والمشاركة فى مشروعات جديدة ،ولكى تلعب السندات هذا الدور المتميز لابد لها أن تتصف بالتنوع والملاءمة خاصة لصغار المستثمرين.ويمكن تنشيط ذلك السوق من خلال ما يلى :-[1]

1-ربط تمويل العجز فى الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك بالاقتصار فى التمويل مستقبلا على إصدار السندات والأذون ذات الآجال 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 فى السندات Bond Dealer مع مراعاة آليات السوق وأسعار الفائدة عند تحديد العائد وأيضا جاذبيته للمستثمر.

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

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

4-الاهتمام بالسندات القابلة للتحويل الى أسهم ، وهى أداة مالية غير مستغلة فى كثير من البورصات العربية ، وهذا النوع من السندات يحمل إمكانية تغييره إلى سهم بحق ملكية إذا ما رغب حامل السند فى ذلك ، وهى من الأدوات التى تشجع المستثمر على التعامل فى 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.

---

[1] راجع بحث تحت الطبع للباحث بعنوان "آليات تفعيل البورصة المصرية"،مجلة مصر المعاصرة،الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع والاحصاء ،العدد 475-476

5-دراسة امكانية اصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم التى تصدر عن البنوك المركزية وذلك لتغطية الانخفاض فى القوة الشرائية للأموال المستثمرة فى السندات.
6-دراسة امكانية اصدار سندات تتحدد عوائدها 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 بالعملات 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. [1]

وتؤدى مثل هذه الأدوات الى جذب فئة معينة من المستثمرين لاعتقادهم أنها تشبع لديهم حاجة خاصة ،فبرغم أن البنوك الاسلامية قد تتيح لعملائها عائدا قد يقل عن العائد فى البنوك الأخرى ،الا انها تجد من ينجذب اليها 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 القائمون 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 وماعليها 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[2] Financial Derivatives وقد نشأت هذه الأدوات لادارة المخاطر وتطور استخدامها بحيث أصبحت الآن من أهم أدوات الاستثمار.

---

[1] يمكن تقسيم أدوات الاستثمار الاسلامية 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 حصصا استثمارية فى مشروع أو مشروعات محددة،وليس لأصحابها حق الادارة ولا التصويت عند اتخاذ القرارات،اذا كانت المشاركة فى صورة قراض.ويتم تداول هذه الأدوات فى السوق المالية على أساس أن تكون الأصول التى تمثل هذه الأدوات موجودات فعلية تعبر أسعارها السوقية عن تفاعل حر لقوى 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:روية اسلامية"،(القاهرة:النشر الذهبى ،ص 56

2 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،الا أن أكثرها انتشارا 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 الوعى الاستثمارى للمستثمر العربى وتنتشر المعلومات الدقيقة والمفيدة وتنضج آليات السوق وتتوافر الكوادر المؤهلة فإنه لابد من إدخال مشتقات الأوراق المالية والتى 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،وعقود 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 بنها ، "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 الحدب الشمرى ، "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 759-765
- 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:-

أولا:المراجع العربية:-

1- أحمد محمد صلاح ، "الأدوات المالية المشتقة : تحد جديد للمراجعين" ، المؤتمر العلمى 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 29/2-3/3/1992 .

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 الشمرى ، "المشتقات : أحد تحديات أسواق المال العربية" ، المؤتمر العلمى السنوى لكلية التجارة ببنها ، "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-ـــــــــــــــــــــــــــ، "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

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 29/2-3/3/
13- صندوق النقد العربى، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبى، أعداد مختلفة 14- ـــــــــــ،"التقرير الاقتصادى العربى الموحد"،أبو ظبى ، أعداد مختلفة
15ـــــــــــ،"مساهمة صندوق النقد العربى فى تطوير الأسواق المالية العربية "،أبو ظبى ،يونيو 2003
16ـــــــــــ-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 محيى الدين،"العولمة والتغيرات الجوهرية فى بنية الاقتصاد العالمى :اندماج وتكامل هيكل التجارة العالمية وتفكك هيكل الانتاج الصناعى"،سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعى،العدد(71)،ديسمبر2002.
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 محمد متولى ، المدخرات فى الاقتصاد المصرى ، رسالة دكتوراة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، 1995 ،ص ص 138-139.
22-منير ابراهيم هندى ،"الأوراق المالية وأسواق رأس المال"،(الاسكندرية:توزيع منشأة المعارف،1997)
23-ناجى التونى ،برنامج التدفقات المالية واشكالاتها،المعهد العربة 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 فى الدول العربية خلال الفترة 1994-2003
(مليون دولار)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبى	-	-	-	-	-	-	-	-	20,375.76	30,36251
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	10,96298
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 السعودى	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 دبى	-	-	-	-	-	-	-	-	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
الاجمالى	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 العربى ، 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 ظبى	-	-	-	-	-	-	-	-	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 السعودى	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 دبى	-	-	-	-	-	-	-	-	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
الاجمالى	1,089	1,081	1,091	1,184	1,446	1,634	1,678	1,687	1,826	1723

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

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

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبى	-	-	-	-	-	-	-	-	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 السعودى	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 دبى	-	-	-	-	-	-	-	-	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
الاجمالى	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

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

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

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبى 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 السعودى	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 دبى المالى	-	-	-	-	-	-	-	-	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
الاجمالى	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 1994-2003

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبى ة	-	-	-	-	-	-	-	-	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 السعودى	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 دبى	-	-	-	-	-	-	-	-	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
الاجمالى	14.49	17.71	28.33	43.90	28.92	23.86	24.66	28.04	31.31	16.5

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

جدول رقم(6)
مؤشر صندوق النقد العربى

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
سوق أبو ظبى	-	-	-	-	-	-	-	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 السعودى	-	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 دبى	-	-	-	-	-	-	-	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
الاجمالى	100.00	108.30	119.93	138.45	104.12	114.31	102.21	100.11	100.71	141.87

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

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

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

* الفترة من 1994-2001 تشمل أسواق الأوراق المالية فى 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 فى 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 لبورصات الأوراق المالية ، والتى 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 المالى:1	بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة فى 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 المركزى الأردنى دراسات حول إنشاء هذا السوق وتبيان مدى الحاجة إليه، وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولى.وبينت هذه الدراسات أنه من المتوقع أن يساهم القطاع الخاص من خلال الشركات المساهمة فى التطور الاقتصادى وتعزيز نشاطه.ونتيجة لذلك، تم تأسيس سوق عمان المالى 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 المركزى وممثل عن وزارة الصناعة والتجارة ومندوب عن وزارة المالية. وقد أقر مجلس الوزراء الأردنى مشروع قانون الأوراق المالية 2002 الذى 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 الذى سيتولى حصر وتسجيل وتسوية وتقاص الأوراق المالية.
3	البحرين	سوق البحرين للأوراق المالية:2	استطاعت دولة البحرين بحكم موقعها الاستراتيجي أن تلعب دورا حيويا فى تجارة الترانزيت وأن تشكل مركز جذب للشركات الأجنبية والتى سعت إلى افتتاح فروع لها لتمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير.وقد تم افتتاح أول فرع لبنك أجنبي فى عام 1921.وتوالت بعد ذلك عمليات افتتاح العديد من الفروع ومكاتب التمثيل للشركات والبنوك التجارية والاستثمارية فى البحرين.ويعتبر صدور المرسوم الأميرى رقم (31)لسنة 1956 بشأن إنشاء أول بنك وطنى وهو بنك البحرين الوطنى، بداية الانطلاقة فى تأسيس الشركات المساهمة العامة فى البحرين، حيث تبعه تأسيس العديد ومن الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية والصناعية.ومع بداية الثمانينيات تم إنشاء سوق غير رسمى (سوق اللؤلؤة) لبيع وشراء الشركات المساهمة العامة والذى 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. ولتلافى هذه السلبيات تم التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية(IFC) لإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق الأوراق المالية فى البحرين.وبناء على النتائج الايجابية والمشجعة لإنشاء مثل هذا السوق، صدر المرسوم بقانون رقم(4)لسنة 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزارى رقم (13)لسنة 1988.وبذلك تم إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسويات والمعلومات والتى فى ضوئها تم بدء التداول الرسمى فى السوق بتاريخ 17 يونيو 1989.وفى عام 2002 وقع سوق البحرين للأوراق المالية مع بنك مسقط اتفاقية يتم بموجبها إدراج بنك مسقط فى السوق كأول بنك عمانى يدرج فى البورصات الخليجية.وسيوفر الإدراج للمستثمرين البحرينيين المقيمين فى البحرين فرصة لشراء أسهم البنك مباشرة من سوق البحرين للأوراق المالية.
4	تونس	بورصة الأوراق	بدأ التعامل الرسمى بالأوراق المالية فى تونس فى عام 1937 حيث تم إنشاء غرفة المقاصة لتسهيل عملية بيع السندات من قبل الصندوق العقارى، وكانت هذه المعاملات من مسئولية البنوك المرخصة.واستمر العمل بذلك حتى عام 1945 حينما حل الديوان التونسى للقيم المنقولة، وهو عبارة عن جمعية من المصارف المحلية محل غرفة المقاصة، وأصبح من الضرورى أن تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية عن

[1] صندوق النقد العربى، "الأسواق المالية العربية المشاركة فى القاعدة:نشأتها وتطورها"، مرجع سابق، ص 5
[2] المرجع السابق، ص 17

		المالية بتونس:[1]	طريق الديوان. وفى عام 1969 صدر القانون رقم (13)والقاضى بإنشاء بورصة القيم المنقولة والتى استمر العمل بها حوالى عشرين عاما حتى صدور القانون رقم (49)لسنة 1989 بإحداث بورصة الأوراق المالية والتى عرّفها القانون بأنها مؤسسة عمومية ذات صيغة تجارية تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالى، 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 1405هـ (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 توّجت الجهود التي بذلت فى هذا الصدد بصدور المرسوم السلطانى رقم 88/54 بتاريخ 21 يونيو 1988 الذى أنشىء بمقتضاه سوق مسقط للأوراق المالية لتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل فيها بيعا وشراء.وأعطى السوق شخصية اعتبارية مستقلة لها وأهلية التصرف فى أموالها وأدارتها 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

[1] المرجع السابق ،ص 25
[2] المرجع السابق، ص 33
[3] المرجع السابق، ص 41
[4] المرجع السابق ،ص 49

			الأساسي فى تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكتتاب فيها.ويعد هذا القانون المنظم الأول لإصدار الأوراق المالية فى الكويت حيث حدد المسئولية القانونية لكل من المصدرين والمكتتبين فى الأوراق المالية. وقد شهدت فترة الستينيات تزايد تأسيس الشركات المساهمة الكويتية فى مختلف مجالات النشاط الاقتصادى، 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 فى الكويت.وتم افتتاح سوق الكويت للأوراق المالية فى عام 1977، وظل يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية التي تشكلت بالقرار الوزارى رقم (61) لسنة 1976 حتى أغسطس 1983، حيث صدر المرسوم الخاص بإعادة تنظيم السوق- نظرا للآثار التي أحدثتها أزمة سوق المناخ فى عام 1982- وجاء فى 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 فى أمواله وأدارتها وحق التقاضي.كما صدر القرار الوزارى رقم (35) لسنة 1983 بشأن اللائحة الداخلية للسوق.
8	لبنان	بورصة بيروت للأوراق المالية:[1]	أنشئت بورصة بيروت بموجب القرار رقم 1509 الصادر بتاريخ 3 يوليو 1920، واقتصر نشاطها عند نشأتها على التعامل بالذهب والعملات إلى أن ظهرت الشركات المساهمة اللبنانية فى الثلاثينيات من هذا القرن ومعظمها من الشركات ذات الامتياز التي كانت تستثمر فى المرافق العامة من مياه وكهرباء واتصالات ونقل وخدمات مرفأية بجانب التبغ والتنباك.وبعد اندلاع الحرب العالمية الثانية ازدهر نشاط تأسيس الشركات المساهمة وباتت إصداراتها تشكل نواة عمل البورصة، وخصوصا بعدما حظرت سلطات الانتداب التداول فى الذهب والعملات.ومع تنامى هذا النشاط ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات البورصة وذلك إيمانا بأهميتها ودورها الهام فى تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية.وقد توّجت الجهود التي بذلت فى هذا الصدد بصدور المرسوم التشريعى رقم (30) بتاريخ 1985/3/23 (وهو القانون الحالى الذى تخضع له البورصة)الذى أعاد سوقى العملات والذهب إلى بورصة بيروت، كما استحدث سوقا للمواد الأولية والمعادن. وأدى اندلاع الحرب الأهلية إلى إغلاق البورصة لفترة ثلاثة عشر عاما،وقد أعيد افتتاحها فى الثاني والعشرين من كانون الثانى (يناير) من عام 1996 بموجب المرسوم رقم (7667)بتاريخ 21 ديسمبر عام 1995 والذى تم بموجبه وضع النظام الجديد لعمل البورصة.
9	المغرب	-بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء:2	يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929 وبمبادرة من القطاع البنكى الذى 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 فى 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". ومع حصول المغرب على الاستقلال شهدت البورصة انهيارا نتيجة تهريب رؤوس الأموال وهجرة الأجانب من المغرب.ثم صدر بعد الاستقلال مرسوم ملكى بتاريخ 14 نوفمبر 1967 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ينص على الجانب التنظيمى والقانونى والتقنى لهذه المؤسسة، وقد أدخل هذا القانون تعديلات عديدة، منها توسيع الهيئات الإدارية وتقوية سلطة البورصة.وفى سبتمبر 1993 صدر مرسوم ملكى استجابة للمتطلبات الاقتصادية والاستثمارية الجديدة أصبحت بموجبه بورصة الدار البيضاء سوقا منظما وعموميا يتم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب، ومفتوحا لكل المستثمرين سواء منهم المغاربة أو الأجانب.وقد ساهمت التعديلات التي أدخلت بموجب المرسومين المذكورين فى تطوير وتنشيط البورصة فى المغرب والنهوض بهذا القطاع وتطويره وتشجيع المدخرين والشركات على التعامل مع السوق المالى، خاصة وأن الاقتصاد المغربى

[1] المرجع السابق ،ص 59
[2] المرجع السابق، ص ص 77-78

			أخذ اتجاها انفتاحيا على الخارج لتشجيع الاستثمار الأجنبى.وفى عام 1996 وافقت الحكومة على تغيير بعض البنود فى قانون البورصة لمسايرة الإصلاحات الجديدة وتطور السوق.
10	**الامارات**	**أسواق الأسهم فى دولة الإمارات:1**	**يعتبر إنشاء عدد من الشركات المساهمة العامة فى مطلع الستينيات بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية فى 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 الوعى الاستثمارى بدأ التفكير فى 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 الاتحادى رقم (4)لسنة 2000 الخاص بإنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، فتم بالاستناد على ذلك تأسيس سوق دبي المالى وسوق أبو ظبى للأوراق المالية.** ***أ-سوق أبو ظبى للأوراق المالية*** **:تم تأسيس هذا السوق بموجب القانون رقما (3)لسنة 2000.ويتمتع السوق بموجب هذا القانون بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالى والادارى وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه.كما أن للسوق أن ينشىء مراكز وفروع له خارج إمارة أبوظبى.وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 15 نوفمبر 2000.** ***ب- سوق دبى المالى:*** **تم تأسيس هذا السوق على أنه مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة.ويعمل السوق فى مرحلته الأولى كسوق ثانوى لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو اى من الحكومات المحلية والهيئات العامة والمؤسسات العامة فى الدولة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق.ويمكن للأجانب الاستثمار فى هذين السوقين بطريقة غير مباشرة من خلال المحافظ الاستثمارية المختلفة والتى يتم إدارتها من قبل مدراء صناديق متخصصين، حيث تجدر الإشارة إلى أن قانون الشركات فى دولة الإمارات لا يسمح بتملك الأجانب لنسبة تزيد عن 49% من رأسمال الشركات المساهمة العامة فى الدولة.**
11	**قطر**	**سوق الدوحة للأوراق المالية:2**	**يعتبر إنشاء شركة قطر الوطنية للملاحة والنقليات فى منتصف عام 1957 بداية الانطلاقة فى تأسيس الشركات المساهمة العامة فى 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.وفى غياب السوق المنظمة، كان التعامل بأسهم الشركات يتم من خلال عدد من المكاتب وشركات الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل.وانطلاقا من الرغبة الأكيدة من السلطات المعنية فى إيجاد سوق منظمة تؤدى دورها فى توجيه مدخرات المواطنين نحو الاستثمار فى مشاريع التنمية الاقتصادية، صدور القانون رقم (14)لسنة 1995 والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، بصفته الإطار القانونى الذى يحكم عمل السوق كمؤسسة عامة تقوم بتنظيم التعامل فى الأوراق المالية والإشراف عليها بما يساهم فى استكمال بنية القطاع المالى فى دولة قطر. وتم تشكيل لجنة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1996/7/17، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ.وبعد استكمال كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة باشرت سوق الدوحة للأوراق المالية العمل اعتبارا من يوم السادس والعشرين من شهر مايو عام 1997.**

[1] صندوق النقد العربى، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبى، الإمارات العربية المتحدة، الربع الأول 2002، ص ص 87-92

[2] صندوق النقد العربى، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبى، الإمارات العربية المتحدة، الربع الثانى 1997، ص 67

12	السودان	ـ سـوق الخرطـوم لـلأوراق المالية[1]	استفاد السودان من تجارب الدول التى سبقته فى مجال الأسواق المالية، إلا أنه يمتاز عنها بأن قانونها نص على أن تعمل البورصة فيها وفق الشريعة الإسلامية، فهى لا تسمح بأى نوع من التبادل لا يتفق مع الصيغ الإسلامية كبيع الأجل وعقود الخيار وغيرها من العقود الأخرى المشابهة.وللسوق هيئة رقابة شرعية تختص بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة.وقد بدأ التفكير فى إنشاء سوق للأوراق المالية فى السودان منذ عام 1962، وبعد دراسات عديدة مع مؤسسة التمويل الدولية تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية فى عام 1982، بهدف تنظيم إنشاء السوق.وفى ظل سياسة التحرير الاقتصادى التى نادى بها البرنامج الثلاثى للانقاذ الاقتصادى(1990-1993) ،تم تأسيس هيئة الأسواق المالية فى عام 1992.وفى عام 1994 أجاز المجلس الوطنى الانتقالى قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذى أصبح بموجبه السوق كيانا قانونيا مستقلا.وبدأ العمل فى سوق الإصدارات فى العاشر من شهر أكتوبر عام 1994، وفى الثانى من يناير عام 1995 تم افتتاح سوق تداول الأسهم
13	الجزائر	بورصـــة الجزائر:[2]	تقوم شركة إدارة بورصة القيم، شركة ذات أسهم، بإدارة سوق الأوراق المالية بالجزائر، وقد أنشئت الشركة بتاريخ 25 مايو 1997 وفقا للمرسوم التشريعى رقم (93-10) المؤرخ فى مايو 1993، وهى تشكل إطارا عموميا ومنظما فى خدمة الوسطاء فى عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين فى بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها.وقد عكفت شركة إدارة بورصة الأوراق القيم منذ نشأتها على وضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على الأوراق المالية.واعتبارا من تاريخ 15 يوليو 1998 تخلى الأعضاء المؤسسين لشركة إدارة بورصة القيم - بعض البنوك الوطنية والخاصة وشركات التأمين – عن حصصهم فى رأسمال الشركة لصالح شركات متخصصة فى الوساطة فى الأوراق المالية.وتأخذ شركة إدارة بورصة الأوراق القيم على عاتقها القيام بمهام التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية فى البورصة،التنظيم الفعلى لحصص التداول فى البورصة وتسيير نظام للتداول والتسعيرة وأيضا تنظيم عمليات المقاصة على الأوراق المالية ونشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات فى البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
ب	أسواق المال العربية غير المشاركة فى قاعدة بيانات صندوق النقد العربى		
14	فلسطين	بورصة فلسطين[3]	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 حاليًا، جميعها تعمل في فلسطين.
15	العراق	سوق بغداد للأوراق المالية	

[1] صندوق النقد العربى، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبى، الإمارات العربية المتحدة، الربع الأول 2003، ص 91،ص 93

[2] المرجع السابق، ص 101

[3] http://www.amin.org

ج	الدول العربية التى لا توجد به اسواق مالية حتى نهاية عام 2003: 16- جيبوتى،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) لسنة2001 على انشاء سوق للأوراق المالية وتحديد أهم البنود التى يجب ان يتضمنها النظام الأساسى للسوق.
21	اليمن	-	أعدت الحكومة الدراسات الفنية لانشاء سوق للأوراق المالية وأقرت جدواه وتعكف على اعداد التشريعات والنظم الفنية.|