

جامعة حسيبة بن بوعلي " الشلف "  
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم الاقتصادية

## إمكانيات و أهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية ( دراسة حالة البورصات العربية )

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية  
فرع: نقود ومالية

تحت إشراف الأستاذ:  
الدكتور محمد راتول

من إعداد الطالب:  
بن شاعة نادية

### لجنة المناقشة:

رئيسا  
مشرفا ومقرا  
عضوا ممتحنا  
عضوا ممتحنا  
عضوا ممتحنا

الدكتور لعزوز بن علي  
الدكتور راتول محمد  
الدكتور زيدان محمد  
الدكتور رحيم حسين  
الدكتور بريش عبد القادر

السنة الجامعية : 2007

جامعة حسيبة بن بوعلي " الشلف "  
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم الاقتصادية

## إمكانيات و أهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية ( دراسة حالة البورصات العربية )

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية  
فرع: نقود ومالية

تحت إشراف الأستاذ:  
الدكتور محمد راتول

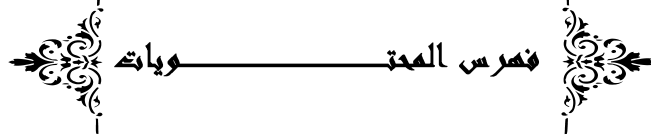
من إعداد الطالب:  
بن شاعة نادية

### لجنة المناقشة:

رئيسا  
مشرفا ومقرا  
عضوا ممتحنا  
عضوا ممتحنا  
عضوا ممتحنا

الدكتور لعزوز بن علي  
الدكتور راتول محمد  
الدكتور زيدان محمد  
الدكتور رحيم حسين  
الدكتور بريش عبد القادر

السنة الجامعية : 2007



المقدمة العامة:	أ-خ.....
<b>الفصل الأول: خلفية نظرية حول البورصة</b>	
تمهيد:	01.....
<b>المبحث الأول: مدخل للبورصة</b>	
المطلب الأول: النشأة و التعريف و الأنواع.....	02.....
المطلب الثاني : بورصات الأوراق المالية.....	12.....
المطلب الثالث: آلية تنفيذ صفقة في بورصة الأوراق المالية.....	21.....
<b>المبحث الثاني: الأدوات المالية</b>	
المطلب الأول: الأسهم.....	31.....
المطلب الثاني: السندات.....	35.....
المطلب الثالث : الأدوات المالية المشتقة.....	39.....
<b>المبحث الثالث: شروط نجاح أسواق الأوراق المالية</b>	
<b>وظائفها الإقتصادية ، ومعايير قياس نشاطها</b>	
المطلب الأول: مقومات نجاح أسواق الأوراق المالية و العراقيل التي يمكن أن تواجهه.....	50.....
المطلب الثاني : الوظائف الإقتصادية لسوق الأوراق المالية.....	53.....
المطلب الثالث : سليات إقامة سوق لأوراق المالية ، معايير قياس نشاطها.....	56.....
و مدى قيامها بوظائفها	
<b>المبحث الرابع: البورصات الناشئة</b>	
المطلب الأول: مفهوم البورصات الناشئة.....	66.....
المطلب الثاني: خصائص البورصات الناشئة.....	69.....
المطلب الثالث: مخاطر البورصات الناشئة وسبل مواجهتها.....	71.....
<b>خلاصة الفصل الأول:</b>	
74.....	
<b>الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية</b>	
تمهيد:	75.....
<b>المبحث الأول: بيئة الأعمال العربية</b>	
المطلب الأول :الواقع الإقتصادي العربي.....	76.....
المطلب الثاني :التحديات التي تواجهها إقتصاديات الدول العربية.....	96.....

101.....	<b>المبحث الثاني: النشأة التاريخية لبورصات الأوراق المالية العربية</b>
101.....	المطلب الأول بورصات الأوراق المالية في شمال إفريقيا.....
107.....	المطلب الثاني : بورصات الأوراق المالية في منطقة الريف.....
111.....	المطلب الثالث : بورصات الأوراق المالية في الخليج العربي.....
122.....	<b>المبحث الثالث: خصائص بورصات الأوراق المالية العربية</b>
122.....	المطلب الأول: أداء بورصات الأوراق المالية العربية.....
132.....	المطلب الثاني: أسباب ضعف بورصات الأوراق المالية العربية.....
134.....	<b>المبحث الرابع : وسائل تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية</b>
134.....	المطلب الأول: الأدوات المالية الإسلامية و دورها في تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية.....
137.....	المطلب الثاني: دور صندوق النقد العربي في تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية.....
140.....	المطلب الثالث: دور البنوك العربية في تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية.....
145.....	<b>خلاصة الفصل الثاني:</b>
	<b>لفصل الثالث:التعاون بين بورصات الأوراق المالية و الإمكانيات المتطلبة لذلك</b>
146.....	<b>تمهيد:</b>
147.....	<b>المبحث الأول: نماذج التعاون بين بورصات الأوراق المالية</b>
	<b>و تجارب دولية في المجال</b>
147.....	المطلب الأول: نماذج و مستويات التعاون بين بورصات الأوراق المالية.....
151.....	المطلب الثاني: تجارب دولية في التعاون بين بورصات الأوراق المالية.....
154.....	المطلب الثالث: الهيآت العاملة في مجال تسهيل و تنسيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية.....
160.....	<b>المبحث الثاني: المتطلبات التشريعية و متطلبات البنية التحتية</b>
160.....	المطلب الأول: الإطار التشريعي.....
179.....	المطلب الثاني: متطلبات البنية التحتية.....
182.....	<b>المبحث الثالث: الشروط الأساسية على مستوى الشركات</b>
182.....	المطلب الأول: الإفصاح المالي للشركات و توافر المعلومات.....
184.....	المطلب الثاني: دور محلي الأوراق المالية و إدارة الشركات.....
187.....	<b>خلاصة الفصل الثالث:</b>

الفصل الرابع أهداف التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية  
و آليات تجسيده.

194..... تمهيد:

195..... المبحث الأول: أهداف التعاون بين بورصات  
الأوراق المالية العربية

195..... المطلب الأول: على المستوى الإقليمي

197..... المطلب الثاني: على المستوى الدولي

202..... المبحث الثاني: التجارب العربية في التعاون بين بورصات  
الأوراق المال

202..... المطلب الأول: اتحاد أسواق المال العربية

206..... المطلب الثاني: إتفاقيات الربط بين البورصات العربية

209..... المطلب الثالث: البورصة العربية الموحدة

212..... المبحث الثالث: معوقات التعاون بين بورصات  
الأوراق المالية العربية

212..... المطلب الأول: المحددات الإدارية و التشريعية

212..... المطلب الثاني: المحددات النقدية و المالية

213..... المطلب الثالث: المحددات البنوية

215..... المبحث الرابع: آليات تجسيد التعاون بين بورصات  
الأوراق المالية العربية

215..... المطلب الأول: المرحلة التمهيديّة

210..... المطلب الثاني: مرحلة تنسيق التشريعات

218..... المطلب الثالث: المرحلة النهائية

219..... خلاصة الفصل الرابع

220..... الخاتمة العامة

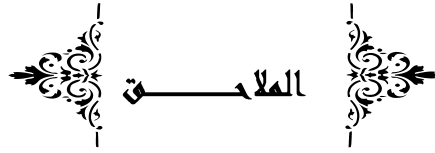
226..... قائمة الجداول و الأشكال

227..... قائمة المراجع

236..... قائمة الملاحق

237..... الملاحق





## ملحق رقم 01: تصنيف السندات

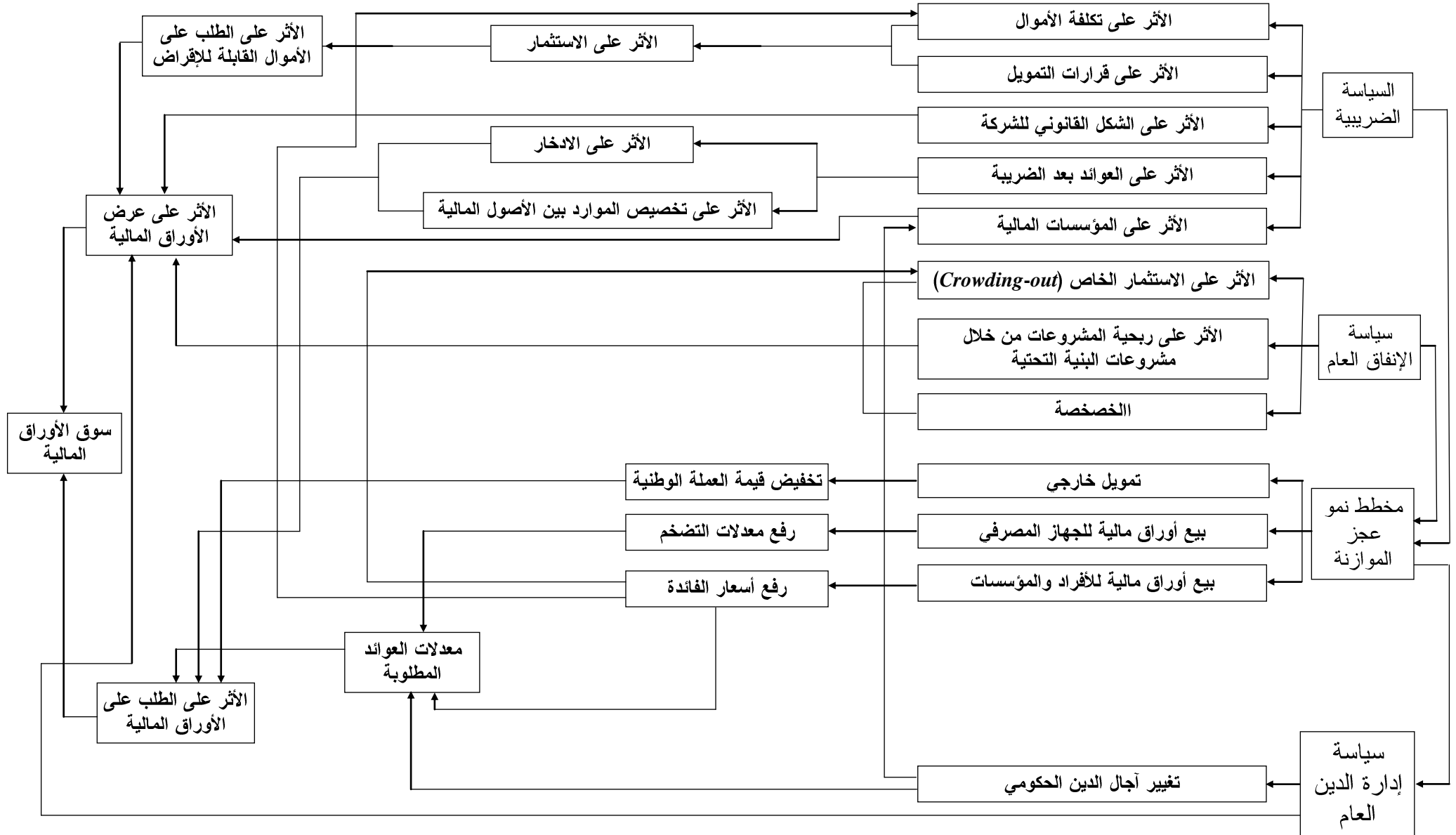
التوصيف	التصنيف	
	S&P	Moody's
أعلى مستويات الجودة	AAA	Aaa
جودة مرتفعة	AA	Aa
أعلى فئة في الجودة المتوسطة	A	A
منتصف شريحة الجودة المتوسطة	BBB	Baa
أدنى مستوى في شريحة الجودة المتوسطة	BB	Ba
فئة المضاربة	B	B
جودة ضعيفة	-	Caa
درجة مضاربة مرتفعة	CCC-CC	-
درجة مضاربة مرتفعة جدا	-	Ca
سندات دخل (أقل السندات جودة)	C	-
أدنى درجة (لا يتم سداد الفوائد)	-	C
سندات تواجه فعليا خطر عدم السداد	DDD-DD	-

المصدر: عاطف ولیم أندراوس السياسة المالية و أسواق الاوراق المالية خلال فترة التحول لإقتصاد السوق مؤسسة

شباب الجامعة الإسكندرية (مصر) 2005.



### قنوات ومحاور تأثير السياسة المالية على سوق الأوراق المالية







Source: US Department of Commerce

ملحق رقم 04: مساحة و سكان الوطن العربي

النسبة المئوية للسكان في مجموعات عمرية معينة (%)									سكان الحضر والريف كنسبة مئوية من الإجمالي (%)						الكثافة السكانية (فرد / كم <sup>2</sup> )		المساحة (كم <sup>2</sup> )	
2004			1990			1975			2004		1980		1970		2005	1970	2005	
أكثر من 65	65 - 15	أقل من 15	أكثر من 65	65 - 15	أقل من 15	أكثر من 65	65 - 15	أقل من 15	ريف	حضر	ريف	حضر	ريف	حضر	2005	1970	2005	
3.2	59.7	37.1	2.8	53.5	43.7	2.8	50.0	47.2	18	82	40	60	49	51	61	17	89,342	الأردن
1.0	73.8	25.2	1.5	67.7	30.8	2.2	69.4	28.4	25	75	19	81	43	57	49	3	83,600	الإمارات
2.6	70.7	26.7	2.4	65.8	31.8	2.2	54.8	43.0	* 10	* 90	19	81	21	79	1028	297	707	البحرين
6.9	66.3	26.8	4.9	57.8	37.3	3.5	52.7	43.8	** 35	** 65	48	52	56	44	64	33	155,566	تونيس
4.1	62.7	33.2	3.6	54.4	42.0	4.2	48.2	47.6	* 41	* 59	56	44	61	39	14	6	2,381,741	الجزائر
3.0	54.5	42.5	2.7	54.3	43.0	2.0	54.6	43.4	* 16	* 84	26	74	38	62	34	6	23,200	جيبوتي
2.8	63.8	33.5	2.5	56.7	40.8	3.0	52.7	44.3	19	81	34	66	51	49	** 12	3	** 2000000	السعودية
3.6	57.1	39.3	2.9	53.5	43.6	2.7	52.9	44.4	* 61	* 39	80	20	84	16	14	6	2,505,805	السودان
3.2	59.5	37.3	2.7	49.5	47.8	3.7	47.8	48.5	50	50	53	47	57	43	98	34	185,180	مسورية
2.4	49.8	47.8	2.8	50.2	47.0	3.0	51.6	45.4	* 65	* 35	78	22	82	18	16	7	637,657	الصومال
3.1	58.2	38.6	2.9	52.9	44.2	2.5	50.9	46.6	* 33	* 67	35	65	44	56	64	21	435,052	العراق
2.9	56.8	40.3	2.4	51.2	46.4	2.7	52.9	44.4	* 28	* 72	69	31	95	5	8	3	309,500	عُمان
...	...	...	...	...	...	...	...	...	44	56	...	...	...	...	...	...	...	فلسطين
3.4	73.2	23.5	0.8	70.5	28.7	1.8	64.9	33.3	-	100	14	86	20	80	61	10	11,427	قطر
1.6	82.6	15.8	...	...	...	2.6	53.1	44.3	-	100	-	100	-	100	157	42	17,818	الكويت
5.9	64.4	29.7	5.2	60.0	34.8	5.0	53.9	41.1	* 13	* 87	26	74	41	59	372	241	10,452	لبنان
3.8	64.1	32.1	2.4	51.7	45.9	2.2	51.7	46.1	* 14	* 86	31	69	55	45	4	1	1,775,500	ليبيا
3.7	62.0	34.3	3.9	56.1	40.0	4.2	55.8	40.0	58	42	57	43	58	42	70	33	1,002,000	مصر
4.4	63.2	32.4	3.7	57.1	39.2	3.7	49.2	47.1	* 43	* 57	59	41	66	34	44	34	710,850	المغرب
3.1	54.8	42.1	3.2	52.5	44.3	3.1	53.7	43.2	* 38	* 62	73	27	86	14	3	1	1,030,700	موريتانيا
2.8	50.9	46.4	3.3	44.2	52.5	2.6	46.5	50.9	73	27	81	19	87	13	39	11	555,000	اليمن

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2005.

## ملحق رقم 05: الصادرات والواردات العربية البينية 2005-2000

(مليون دولار)

معدل النمو	متوسط معدل التغيير للفترة (في المائة)	الواردات البينية (ملياف)						معدل النمو	متوسط معدل التغيير للفترة (في المائة)	الصادرات البينية (فوب)								
		2005	2004-2000	*2005	2004	2003	2002			2001	2000	*2005	*2004	2003	2002		2001	2000
34.5	16.5	38,855.5	28,894.6	21,723.7	20,435.5	17,088.5	15,698.4	33.2	20.6	45,286.4	34,006.0	25,342.6	20,945.8	17,203.9	16,060.6	مجموع الدول العربية		
41.7	23.1	3,548.5	2,504.8	1,582.2	1,280.4	1,161.0	1,091.3	13.8	21.7	1,545.5	1,334.7	975.8	1,044.8	960.3	608.3	الأردن <sup>(1)</sup>		
48.7	19.5	5,184.7	3,486.5	2,681.0	2,147.3	1,910.9	1,710.0	16.5	27.8	6,860.6	5,886.9	4,237.4	3,138.0	2,580.1	2,208.6	الإمارات		
10.8-	14.1	647.8	726.5	635.7	573.4	469.8	429.2	11.8	12.8	906.8	810.8	809.5	647.9	616.9	500.6	البحرين		
37.5	4.8	1,103.5	802.7	824.7	668.5	660.2	665.2	39.5	10.0	1,006.9	631.4	663.7	695.4	550.5	431.7	تونس		
3.2-	38.4	608.6	628.6	540.1	462.7	249.7	171.4	24.0	27.9	1,012.2	816.5	658.6	474.4	340.1	305.1	الجزائر		
94.0-	16.4	14.8	244.7	186.6	152.6	145.3	133.3	7.2	18.1	238.9	222.9	169.5	130.0	134.6	114.6	جيبوتي		
30.7	18.0	4,938.7	3,780.0	2,893.0	2,775.0	2,154.0	1,947.0	46.2	25.5	21,506.4	14,708.0	10,196.0	6,854.0	6,133.3	5,934.0	السعودية		
68.0	30.5	1,765.5	1,051.1	1,147.6	899.5	419.0	362.2	-10.5	15.2	384.7	430.0	303.6	318.8	193.3	244.5	السودان		
13.0	26.5	1,255.5	1,111.1	683.7	607.1	446.1	434.1	-10.6	19.2	1,371.0	1,532.9	1,202.7	1,450.8	812.4	760.4	سورية		
74.8	24.8	294.4	168.5	154.5	180.5	127.9	69.5	117.0	12.1	199.0	91.7	76.2	67.3	56.6	58.0	الصومال		
42.5-	49.6	1,056.1	1,837.3	912.5	1,582.9	915.6	366.5	-74.2	7.0-	119.7	464.3	340.6	682.7	622.7	620.5	العراق		
30.1	15.7	4,601.2	3,065.3	1,895.2	2,067.6	1,973.9	1,713.4	30.0	6.0	2,063.4	1,587.5	1,323.5	1,493.1	1,229.5	1,237.1	عمان		
30.0	22.1	1,807.7	1,205.2	819.7	711.6	519.7	543.1	50.7	11.9	1,494.7	992.1	594.1	879.1	382.1	631.8	قطر		
38.0	17.5	2,808.2	2,034.7	1,547.8	1,258.9	1,102.1	1,068.5	107.6	19.1	1,832.9	882.8	833.3	536.7	517.3	438.2	الكويت		
1.7-	2.3	1,321.6	1,344.2	920.5	967.3	942.8	767.4	8.7	29.7	1,006.3	925.3	637.5	507.6	359.4	326.9	لبنان		
48.9	5.4	570.4	383.1	436.2	428.3	450.5	434.1	51.2	3.0	934.2	617.7	521.3	499.0	592.5	548.0	ليبيا		
111.3	6.7	3,184.7	1,506.9	918.4	922.0	1,124.4	1,454.4	37.5	24.5	1,980.1	1,440.6	1,004.6	803.6	624.7	600.1	مصر		
30.8	2.3	2,363.3	1,567.7	1,388.5	1,388.8	1,311.5	1,428.8	15.3	5.9	374.0	324.2	319.7	293.4	283.7	258.0	المغرب		
23.7-	14.5	43.1	56.5	50.1	67.1	52.8	32.8	-90.9	42.2	1.4	15.6	11.2	10.2	8.2	3.8	موريتانيا		
25.0	2.5	1,737.2	1,389.3	1,505.7	1,293.9	951.1	876.2	54.3	8.4	447.7	290.1	463.6	399.0	203.8	210.4	اليمن		

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2006.

**ملحق رقم 06: التدفقات التراكمية للإستثمارات العربية البينية الخاصة و المرخص لها خلال الفترة 1985-2005**

من إلى	الأردن	الإمارات	البحرين	تونس	الجزائر	جيبوتي	السعودية	السودان	سوريا	الصومال
الأردن		11.8	16.5	0.8	34.7	-	394.1	308.2	70.4	-
الإمارات	29.6		50.9	6.1	9.7	-	34,457.5	568.1	640.1	0.5
البحرين	4.4	59.9		22.6	36.0	-	1,360.0	1.8	0.1	-
تونس	135.9	144.2	2.8		17.5	-	406.3	7.7	4.0	-
الجزائر	160.6	28.3	20.1	33.3		-	41.5	-	30.4	-
جيبوتي	-	-	-	0.2	-		-	-	0.1	-
السعودية	346.0	868.0	309.0	41.9	18.3	-		1,023.3	1,460.0	-
السودان	182.1	209.3	-	0.6	2.8	-	1,562.0		180.2	0.0
سوريا	15.6	375.4	21.7	5.8	4.7	-	632.5	456.4		-
الصومال	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
العراق	87.1	0.9	-	0.4	-	-	3.0	36.0	32.6	-
سلطنة عُمان	12.1	76.5	65.2	-	-	-	35.0	13.0	1.2	-
فلسطين	90.7	70.0	-	-	0.9	-	221.0	37.0	2.1	-
قطر	8.8	78.7	2.8	-	14.6	-	64.9	21.8	2.3	-
الكويت	52.7	428.0	232.4	153.1	315.5	-	43.5	78.0	482.9	-
لبنان	6.7	804.4	21.5	0.7	4.5	-	1,453.6	381.0	204.5	-
ليبيا	-	98.7	0.0	16.0	19.1	-	64.1	48.0	-	-
مصر	296.2	221.8	56.7	69.6	142.8	-	1,895.7	369.7	133.1	-
المغرب	2.4	76.8	65.8	74.2	16.1	-	173.9	2.3	26.9	-
موريتانيا	-	5.0	-	2.8	-	-	1.5	-	-	-
اليمن	26.6	15.5	0.2	1.8	0.0	-	292.2	125.4	10.6	-
<b>الإجمالي</b>	<b>1,457.6</b>	<b>3,573.3</b>	<b>865.8</b>	<b>429.8</b>	<b>637.1</b>	<b>0.0</b>	<b>43,102.5</b>	<b>3,477.9</b>	<b>3,281.4</b>	<b>0.6</b>

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الإستثمار مناخ الإستثمار في الدول العربية 2005 ص 118.

(مليون دولار)

المجموع	اليمن	موريتانيا	المغرب	مصر	ليبيا	لبنان	الكويت	قطر	فلسطين	سلطنة عُمان	العراق
1,223.8	4.3	-	0.9	81.2	14.1	153.7	13.5	5.4	24.1	-	89.9
38,806.0	32.0	-	1,147.1	211.3	230.8	715.5	362.1	264.9	10.9	66.9	2.0
1,884.4	-	-	9.9	165.6	12.9	26.8	180.8	2.7	0.1	0.8	-
1,582.0	0.2	-	104.2	9.0	355.6	8.3	359.1	20.7	4.0	-	2.4
1,125.8	24.3	1.8	2.9	337.1	367.0	11.2	26.3	7.0	15.8	-	18.3
0.5	-	-	-	-	-	0.1	-	-	-	-	-
8,405.1	461.5	-	1,283.8	485.8	3.8	1,659.4	153.3	66.4	220.0	3.1	1.4
2,685.3	13.6	-	4.6	69.7	16.3	65.3	88.4	214.2	4.3	-	71.7
2,353.0	4.9	-	2.9	53.9	6.2	346.1	338.3	12.7	69.6	5.8	0.6
0.1	-	-	-	0.1	-	-	-	-	-	-	-
207.1	2.5	-	35.2	9.1	-	-	0.2	-	-	-	-
260.2	36.2	-	-	5.5	-	4.3	3.4	7.6	0.1	-	-
522.3	1.0	-	-	46.4	3.1	-	-	45.0	-	-	5.3
1,058.9	7.9	-	169.3	23.3	-	556.3	107.7	-	0.3	-	-
3,269.3	1.3	-	150.1	419.6	-	841.8	-	-	3.0	1.9	65.4
3,714.5	7.5	-	2.5	48.5	-	-	683.6	91.6	2.8	0.9	0.3
446.8	-	-	92.3	33.4	-	1.8	-	-	-	-	73.3
5,162.0	27.4	-	54.1	-	199.2	83.3	1,169.2	228.6	115.5	65.5	33.7
577.3	1.7	-	-	5.2	45.1	8.7	60.0	2.3	0.6	-	14.8
9.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
682.2	-	0.4	0.0	60.5	4.0	12.3	3.5	64.4	31.2	14.5	18.9
73,975.3	626.4	2.2	3,059.7	2,065.2	1,258.1	4,495.0	3,549.5	1,033.4	502.4	159.4	398.0

يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في اثنتي عشر سوقاً، وهي الأسواق في كل من: الأردن، والبحرين، وتونس، والسعودية، وعمان، والكويت، ولبنان، ومصر، والمغرب، وأبوظبي، ودبي، وقطر. ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول التسع وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملة المحلية.

#### طريقة اختيار العينات

يتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:

- القيمة السوقية.
- معدل دوران السهم.
- تصنيف الشركات قطاعياً.

يتضمن المؤشر الأسهم نشطة التداول والممثلة بصورة كبيرة للقطاعات المختلفة والتي تشكل مجمل قيمتها السوقية حوالي 60 في المائة على الأقل من إجمالي القيمة السوقية في نهاية كل عام. ويتم مراجعة الأسهم المدرجة في عينة المؤشر مرة كل عام للتأكد من موافقتها لهذه الشروط.

## الإدارة و الهيكل المؤسسي لبعض بورصات الأوراق المالية العربية

النص	رقم النص، تاريخه ونوعه	البلد
<p style="text-align: center;"><u>المادة 6</u></p> <p>أ- تنشأ في المملكة هيئة تسمى (هيئة الأوراق المالية) ترتبط برئيس الوزراء، وتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة القيام بجميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وقبول المساعدات والتبرعات والمنح والهبات وتملك الأموال المنقولة وغير المنقولة اللازمة لتحقيق غاياتها وينوب عنها في الإجراءات القضائية النائب العام أو المحامي العام المدني ولها أن تنيب عنها احد المحامين الأساتذة، ويكون مقرها الرئيسي في عمان.</p> <p>ب- يحظر على الهيئة أن تقوم بأي عمل تجاري أو أن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تقترض أو تقرض أي أموال أو أن تقتني أو تمتلك أو تصدر أي أوراق مالية.</p> <p style="text-align: center;"><u>المادة 7</u></p> <p>تهدف الهيئة إلى توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال في المملكة، وحماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من الغش والخداع.</p> <p>وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف تتولى الهيئة القيام بالمهام التالية:</p> <p>أ- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.</p> <p>ب- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.</p> <p>ج- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالا تشمل بورصة القيم المنقولة على الهيئتين الآتيتين:</p> <p>وراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها.</p> <p>د- تنظيم عمليات البيع المكشوف للأوراق المالية.</p> <p>هـ- تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.</p> <p style="text-align: center;"><u>المادة 9</u></p> <p>يتولى المجلس المهام والصلاحيات المنصوص عليها في هذا القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه بما في ذلك ما يلي:</p> <p>أ- إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية.</p> <p>ب- وضع التعليمات اللازمة لإدارة الهيئة وأي تعليمات أو قرارات لتنفيذ أحكام هذا</p>	<p>قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997</p>	<p>الأردن</p>

<p>القانون والأنظمة الصادرة بمقتضاه وتعديلها وإلغائها.</p> <p>ج- الموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز وطلب إجراء التعديلات عليها.</p> <p>د- النظر في الاعتراضات على القرارات الصادرة عن البورصة أو المركز وعلى الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بمما، وإصدار القرارات بشأنها.</p> <p>هـ- تعليق نشاط البورصة أو المركز لمدة لا تزيد عن يوم واحد والتنسيب لمجلس الوزراء إذا كانت المدة أكثر من يوم واحد.</p> <p>و- الموافقة على إدراج أو إلغاء أو تعليق إدراج أي ورقة مالية أردنية للتداول لدى أي سوق للوراق المالية خارج المملكة.</p> <p>ز- منع إصدار أو تداول أي أوراق مالية في البورصة إذا رأى أن ذلك ضروريا.</p> <p>ح- منح التراخيص التي تصدر بموجب أحكام هذا القانون.</p> <p>ط- الموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار.</p> <p>ي- تحديد العمولات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء المركز من عملائهم بحدودها الدنيا والعليا، والموافقة على الرسوم والعمولات التي يتقاضاها كل من البورصة والمركز.</p> <p>ك- اعتماد المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق ومعايير تقويم الأداء التي يجب على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة التقيد بها.</p> <p>ل- تحديد المعايير والشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها، والواجبات التي يترتب على هؤلاء المدققين القيام بها.</p> <p>م- إعداد الموازنة السنوية للهيئة، وتقديمها لمجلس الوزراء للمصادقة عليها.</p> <p>ن- تصنيف الأشخاص والأوراق المالية والمعاملات والتقارير ووضع شروط خاصة بكل تصنيف.</p> <p>س- أي مهام أو أمور أخرى يرى الرئيس عرضها على المجلس.</p>		
<p><b>المادة 23</b></p> <p>أحدثت هيئة تتمتع بالشخصية المدنية وبالاستقلال المالي مقرها تونس العاصمة وتسمى - هيئة السوق المالية-.</p> <p>تكلف هيئة السوق المالية بالسهر على حماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة وفي كل توظيف للأموال يتم عن طريق المساهمة العامة. كما تكلف هيئة السوق المالية بتنظيم أسواق الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة والسهر على حسن سيرها.</p> <p>تكلف هيئة السوق المالية بالولاية على مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية.</p> <p>ويخضع كل من بورصة الأوراق المالية بتونس ووسطاء البورصة وشركة الإيداع والمقاصة والتسوية المشار إليها <b>الفصل 77</b> من هذا القانون إلى المراقبة المستمرة لهيئة السوق المالية.</p>	<p>قانون يتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية رقم 117 بتاريخ 1994/11/14</p>	<p>تونس</p>

ولا تخضع لمراقبة هيئة السوق المالية أسواق الأدوات التي تحدث في نطاق العمليات المصرفية والأذون والسندات قصيرة الأجل القابلة للتداول بالأسواق الخاضعة لسلطة البنك المركزي التونسي.

#### المادة 24

تمتع هيئة السوق المالية بكل الصلاحيات اللازمة للقيام بالمهام الموكولة إليها بمقتضى القوانين والترتيب الجاري بها العمل والصلاحيات اللازمة لإدارة المصالح التي تحدثها لهذا الغرض.

#### المادة 28

تتخذ هيئة السوق المالية ترتيبات في ميدان اختصاصها تحدد إجراءاتها التطبيقية بقرارات عامة كما تتخذ قرارات فردية.

#### المادة 29

تتعلق ترتيبات هيئة السوق المالية:

أولاً: بتنظيم الأسواق الخاضعة لسلطتها وبقواعد تسييرها. وتضع الهيئة بالخصوص الترتيب العام للبورصة الذي يحدد أساساً:

- القواعد المتعلقة بتنظيم السوق وتسييرها وبتعليق التداول.
- القواعد المتعلقة بإدراج الأوراق والأدوات المالية وبتداولها وبشطبها.
- الشروط التي يتم بمقتضاها التصريح بمشاريع اقتناء كتل النفوذ وكتل الأسواق المالية وانبازها. وحالات العروض العمومية الإجبارية وحالات العروض العمومية الاختيارية وشروط إقامتها وشروط قبولها وشروط انبازها وتصفيتهما والإجراءات الواجب إتباعها ووسائل التصدي لها والضمانات الواجب توفيرها.
- ثانياً: بوضع قواعد العرف المهني التي يتعين احترامها من قبل:
- الأشخاص الذين يتلقون الادخار عن طريق المساهمة العامة.
- وسطاء البورصة والأشخاص الذين يتدخلون بحكم نشاطهم المهني في عملية المراقبة المحاسبية أو في عملية التركيب القانوني والمالي للأوراق والأدوات المالية الموظفة عن طريق المساهمة العامة.
- الأشخاص الذين يتولون إدارة المحافظ الفردية أو الجماعية للأوراق والأدوات المالية.
- شركة الإيداع والمقاصة والتسوية.

#### المادة 29

أولاً: يخضع السوق لرقابة وتدقيق ديوان الرقابة المالية.

ثانياً: تخضع الحسابات الختامية للسوق لمصادقة الهيئة العامة وترسل للوزير للاطلاع خلال سبعة أيام من تاريخ المصادقة.

ثالثاً: تبدأ السنة المالية للسوق في اليوم الأول من شهر كانون الثاني من كل عام وتنتهي في نهاية اليوم الأخير من شهر كانون الأول منه.

قانون سوق بغداد للأوراق  
المالية رقم 24 بتاريخ  
1991/08/16

العراق



<p>المادة 26</p> <p>أولاً: يتولى المجلس إدارة السوق وله بوجه خاص ما يأتي:</p> <p>أ- رسم السياسة العامة للسوق.</p> <p>ب- وضع نظام خدمة خاص للسوق ينظم أمور خدمة وانضباط العاملين فيه يصادق عليه مجلس الوزراء.</p> <p>ج- إعداد النظام الداخلي للسوق ورفعته للوزير للمصادقة.</p> <p>د- وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل بالأوراق المالية.</p> <p>هـ- وضع الأنظمة المالية والإدارية والمحاسبية اللازمة لتنظيم أعمال السوق.</p> <p>و- البت في طلبات قبول تداول أسهم الشركات المساهمة وأية أوراق مالية أخرى في السوق.</p> <p>ز- البت في طلبات تسجيل الوسطاء في السوق.</p> <p>ح- إقرار وتقديم الموازنة والحسابات الختامية للسوق، مرفقاً بها تقرير ديوان الرقابة المالية، ورفعها للهيئة العامة للمصادقة.</p> <p>ط- تقديم الاقتراحات والتوصيات التي من شأنها تنمية وتطوير السوق وحماية أموال المستثمرين إلى الجهات المختصة.</p> <p>ي- اتخاذ ما يلزم من إجراءات بشأن العمليات المشكوك في سلامتها طبقاً للنظام الداخلي.</p> <p>ك- إيقاف نشاط السوق عند الضرورة وحظر التعامل بالأوراق المالية مدة لا تتجاوز خمسة أيام، ولاية مدة إضافية بموافقة الوزير.</p> <p>ل- إيقاف التعامل عند الضرورة بالأوراق المالية لجهة معينة مدة لا تتجاوز عشرة أيام.</p> <p>م- ترشيح مدير عام للسوق.</p> <p>ن- تدقيق وتفتيش سجلات الوسطاء ودفاترهم ومعاملاتهم كافة.</p> <p>ثانياً: للمجلس أن يخول المدير العام بموجب كتاب الرئاسة ق/23229 تاريخ 5 / 11 / 1991 الاختصاصات الواردة في الفقرات (ي، ك، ل، ن) من البند (أولاً) من هذه المادة بالحدود التي يقررها.</p>		
<p>المادة 7</p> <p>يمارس مجلس إدارة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق ويكون مسؤولاً بصفة خاصة عما يلي:</p> <p>1- رسم السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق.</p> <p>2- وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها، والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.</p> <p>3- النظر في طلبات قيد الدلائل، وقيد أسهم الشركات المساهمة البحرينية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.</p> <p>4- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق وعلى الحسابات الختامية، وتعيين مراقبي الحسابات.</p> <p>5- اقتراح اللوائح والنظم الداخلية للسوق والتي يصدر بها قرار من وزير التجارة</p>	<p>مرسوم بقانون أنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية رقم 04 بتاريخ 1987/02/25</p>	<p>البحرين</p>

<p>والزراعة.</p> <p>6- اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.</p> <p>7- وقف العمل مؤقتاً في السوق، أو في أسهم الشركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.</p> <p>8- تشكيل اللجان المتخصصة من أعضاء المجلس أو من غيرهم سواء بشكل دائم أو مؤقت وفق ما يراه المجلس مناسباً.</p> <p>9- ايقع امرر ضرورية أخرى لضمان حسن سير العمل في السوق بانتظام واضطراد بغية تحقيق أهدافه.</p>		
--	--	--

**المصدر:** من إنجاز الطالبة بالإعتماد على قوانين الدول العربية المتعلقة بسوق الأوراق المالية، المستخرجة من الموقع الإلكتروني لبرنامج الأمم المتحدة الإنمائي إدارة الحكم في الدول العربية:  
<http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp?> لوحظ يوم: 2006/06/02.

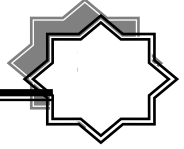
ملحق رقم 09: التزامات الدول العربية بموجب الإتفاق العام للتجارة في الخدمات

نوع الخدمة	الدولة	قيود النفاذ إلى الأسواق				قيود المعاملة الوطنية			
		تزويد عبر الحدود	الإستهلاك في الخارج	الحضور التجاري	إنتقال الأشخاص الطبيعيين	تزويد عبر الحدود	الإستهلاك في الخارج	الحضور التجاري	إنتقال الأشخاص الطبيعيين
خدمات الوساطة	البحرين	-	-	شكل شركات مساهمة	-	-	غير مسموح بجيازة الأراضي	-	
	تونس	غير مثبت	غير مثبت	جنسية تونسية أو بنوك تونسية	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	غير مثبت	
	مصر	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	
	المغرب	غير مثبت	غير مثبت	لا يوجد	حق التحويل 50% من الداخيل	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد
	البحرين	-	-	-	-	-	-	-	
الإصدار	تونس	-	-	-	-	-	-	-	
	مصر	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	
	المغرب	غير مثبت	غير مثبت	لا يوجد	أ-ب	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	
	البحرين	-	-	-	-	-	-	-	
التداول بالأوراق المالية	تونس	غير مثبت	غير مثبت	جنسية تونسية أو بنوك تونسية	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	
	مصر	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	
	البحرين	-	-	-	-	-	-	-	

المغرب	الحصول على تصريح للمقيم	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد
المغرب	-	-	-	-	-	-	-	-
البحرين	-	-	-	-	-	-	-	-
تونس	غير مثبت	غير مثبت	لا يوجد	لا يوجد	غير مثبت	غير مثبت	غير مثبت	غير مثبت
مصر	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد
المغرب	-	-	-	-	-	-	-	-

المصدر: محمود نحمده علي إبراهيم التكامل الإقتصادي بين الأسواق المالية في الدول العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي

مع الإشارة لسوق المال في مصر. مرجع سبق ذكره ص 318.



قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
06	نقاط الإختلاف بين البورصة و السوق العادي	1-1
42	مقارنة بين خيار البيع و خيار الشراء	1-2
45	الإختلاف بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية	3-1
63	بعض مؤشرات الأسواق الناشئة	4-1
72	أثر التدفق العكسي للأموال	5-1
77	مؤشرات الناتج المحلي الإجمالي لأربع عشرة دولة عربية (1974-2001)	1-2
78	الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية (2002-2005)	2-2
79	أسعار النفط الخام الإسمية و الحقيقية (1970-2005)	3-2
81	سعر العملات المحلية للدول العربية مقابل الدولار الأمريكي (1993-2003)	4-2
82	سعر العملات المحلية للدول العربية مقابل الدولار الأمريكي (2004-2005)	5-2
83	سعر العملات المحلية للدول العربية مقابل الدينار العربي (1993-2003)	6-2
84	سعر العملات المحلية للدول العربية مقابل حقوق السحب الخاصة (1996-2005)	7-2
85	أنظمة الصرف في الدول العربية عام 2000	8-2
86	أنظمة الصرف في الدول العربية عام 2000	9-2
88	متوسط فجوة الموارد في الدول العربية (1972-2003)	10-2
89	التجارة الخارجية العربية الإجمالية (2003-2005)	11-2
90	التجارة الخارجية العربية الإجمالية (1998-2002)	12-2
91	أداء التجارة العربية البنينة (1999-2005)	13-2
92	مساهمة التجارة البنينة في التجارة العربية الإجمالية (2001-2005)	14-2
93	هيكل الصادرات و الواردات العربية البنينة عام 2002	15-2
93	هيكل الصادرات و الواردات العربية البنينة (2004-2005)	16-2
95	المراتب الخمس الأولى للدول العربية حسب التدفقات التراكمية للإستثمار الأجنبي المباشر (1995-2003)	17-2
125	رسملة بورصات الأوراق المالية العربية	18-2
126	عدد الشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية العربية	19-2



127	قيمة الأسهم المتداولة في بورصات الأوراق المالية العربية	20-2
128	عدد الأسهم المتداولة في بورصات الأوراق المالية العربية	21-2
129	معدل الدوران في بورصات الأوراق المالية العربية	22-2
130	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي	23-2
131	درجة التركيز للعشرة شركات الأكثر تداولاً في بورصات الأوراق المالية العربية	24-2
136	الفرق بين صكوك الإستثمار و صكوك التمويل ذات العائد المتغير	25-2
161	الإدارة و الهيكل المؤسسي لبورصات الأوراق المالية العربية	1-3
179	أوضاع القيود المفروضة على الإستثمار الأجنبي في بورصات الأوراق المالية العربية	2-3

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
08	أهم أنواع البورصات	1-1
14	سوق الإصدار	2-1
16	السوق المنظمة	3-1
22	أنواع عقود المبادلة	4-1
41	أنواع حقوق الإختيار	5-1
78	تطور الناتج المحلي الخام في شمال إفريقيا(2003-2004)	1-2
94	التوزيع القطاعي للإستثمارات العربية البنينة عام 2005	2-2
198	مراحل تكوين منظمة التجارة العالمية	1-4

# المقدمة العامة

## المقدمة العامة

### 1- تمهيد:

نتج عن التطورات المتلاحقة سواء في المجال الإقتصادي ، الصناعي و الإجتماعي، إزدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما ساهم في ظهور و نشأة الأسواق المالية التي تعددت أشكالها و الوظائف التي تؤديها تبعاً لذلك، و يمكن تقسيم أسواق المال التي تتداول فيها رؤوس الأموال إلى سوقين رئيسيين هما :

\* سوق رأس المال قصير الأجل (سوق النقد)، السوق الذي في إطاره يتم تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة، سواء على شكل أوراق مالية أو تجارية من خلال البنوك المركزية و البنوك التجارية.

\* سوق رأس المال طويل الأجل و الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال التي يزيد أجلها عن سنة، سواء من خلال الإقراض طويل الأجل أو تداول الأوراق المالية، و السوق التي يتم فيها التعامل بهذه الأخيرة بيعاً و شراءً يعرف بسوق الأوراق المالية، هذا الأخير حظي باهتمام بالغ على جميع المستويات، الأكاديمية، الإقتصادية، السياسية و الإعلامية و ذلك نظراً لما يلعبه هذا السوق من دور مهم في تعبئة المدخرات الوطنية و تنميتها و تهيئتها للمجالات الإستثمارية التي يحتاجها الإقتصاد الوطني.

و تعود البدايات الأولى لظهور و تشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت بإسم البورصات، ثم تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة و تداول رؤوس الأموال، فكانت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا عام 1724م و في بريطانيا بأوائل القرن التاسع عشر، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة عام 1821م في شارع وول ستريت .

و في الجهة المقابلة من العالم لم تعرف سوى 06 بورصات في الوطن العربي ففي عام 1989م في كل من مصر ، تونس ، المغرب ، لبنان ، الأردن مع الإشارة إلى أن بورصة لبنان بقيت معطلة حتى عام 1995م بسبب ظروف الحرب الأهلية ، ثم تم إنشاء بورصات في كل من البحرين، مسقط، العراق، السعودية، و في عام 1999م أنشئت بورصات أخرى في كل من السودان،



قطر، الجزائر، فلسطين و الإمارات. علما أن تسعة منها في مؤشر صندوق النقد العربي هي: السعودية، مصر، الأردن، البحرين، تونس، المغرب، لبنان، و الكويت.

إلا أن هذه البورصات ما زالت تعاني من تفاوت مستمر في مستويات التطور و النمو و تتميز بكونها صغيرة الحجم ، تعاني من ضعف الفرصة المتاحة للتنوع ، ضعف السيولة، التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية، كما أن الهياكل التنظيمية، التشريعية و المؤسسية لهذه البورصات كذلك يعترها الضعف و عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة و إقتصارها على السندات و الأسهم القليلة.

في ظل هذه الأوضاع التي تعيشها البورصات العربية ظهرت أمامها تحديات جديدة فرضتها العولمة التي قلصت أهمية الحدود الوطنية ووجهت العالم ليصبح قرية كونية و ما صاحب ذلك من إندماج للأسواق العالمية و السماح بتدفق التجارة، التكنولوجيا و المعلومات، التحرير المالي و التكتلات المالية الدولية التي إتخذت أشكالاً مختلفة و أساليب متعددة، هذه الموجة من التحولات و التي أسفرت تطورات جذرية في جميع الميادين و الأصعدة جعلت الدول العربية على غرار باقي دول العالم مجبورة على مسيرتها بغية الإستفادة من جوانبها الإيجابية .

و محاولة لأداء دور فعال في الإقتصاد العالمي أخذت الدول العربية على عاتقها تطوير بورصات الأوراق المالية و إتخاذ ما تراه مناسباً من السياسات و الإجراءات التي من شأنها تحسين مناخ الإستثمار و الإطار التشريعي لنشاط تلك البورصات بغية نمو رأسمال السوق و حجم التداول، إضافة إلى إصلاح البنى الأساسية و تطوير أنظمة التداول باستخدام الإتصالات الحديثة لنشر المعلومات و البيانات و التأكيد على مبدأ الشفافية خاصة أن وفرة المعلومات و سرعة الحصول عليها أصبحت من أقوى الأدوات المالية التي تتم في ضوءها حركة إنتقال رؤوس الأموال بمبالغ ضخمة بين مختلف الدول.

و بالمقابل ظهرت حاجة هذه الدول إلى تعزيز التعاون فيما بينها بغرض زيادة فعالية البورصات العربية في القيام بوظائفها المالية و الإستثمارية المنوطة بها.

## 2- أهمية البحث:

يستمد الموضوع أهميته من أهمية بورصات الأوراق المالية التي أصبحت تلعب الدور الرئيسي في الإقتصاد المعاصر، بلعبها أحد الوسائل المتقدمة لإستثمار الفوائض المالية و توظيف

مدخرات الأفراد و تمكين المساهمين من بيع و شراء حصص من الأسهم و السندات، إضافة إلى أنها تمكن الشركات من إيجاد التمويل اللازم لإقامة مشاريع جديدة أو التوسع في المشاريع القائمة، هذا من جهة ومن أخرى يعتبر نشوء و تنامي بورصات الأوراق المالية من أهم التطورات الإقتصادية التي شهدتها الدول العربية، و ظهور حاجة هذه البورصات إلى إقامة إتفاقيات التعاون، تفعيل تبادل الإستثمار و توسيع قاعدة التبادل بينها، بغية مواكبة التغير الدولي الجديد ولما لا الوقوف على قدم المساواة مع بورصات الدول المتقدمة.

### 3- الهدف من البحث:

يهدف البحث في المقام الأول و بالإسقاط على الدول العربية، إلى دراسة الإمكانيات و المتطلبات الضرورية لإرساء التعاون بين بورصات الأوراق المالية و تجعل منه مشروع قابل للتنفيذ، و بالتالي فتح مجال واسع من الأهداف التي يمكن أن يحققها هذا التعاون، الأهداف و الغايات التي سنحاول تحديدها.

هذا الهدف الرئيسي للبحث تنبثق منه الأهداف الفرعية التالية:

- محاولة الإحاطة بالجوانب النظرية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية.
- الوقوف عند بورصات الأوراق المالية العربية: نشأتها، تطورها و التحديات التي تواجهها.
- التعرف على آليات و سبل تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية، و التجارب العالمية الناجحة في هذا المجال.
- تبيان مدى حاجة الدول العربية لتحقيق و تعزيز التعاون فيما بينها في مجال بورصات الأوراق المالية.
- تحديد الآلية المناسبة لإقامة تعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، و ذلك بالإستفادة من التجارب الدولية الرائدة .
- إبراز الأسباب التي تحول دون تجسيد تعاون حقيقي بين بورصات الأوراق المالية العربية.

### 4- إشكالية البحث:

حسب الهدف الذي حددناه للبحث يمكننا طرح الإشكالية التالية:

**ما هي متطلبات تحقيق التعاون العربي بين  
بورصات الأوراق المالية العربية؟**

لتبسيط الإشكالية قمنا بطرح التساؤلات التالية:

- \* ماهي البورصة و ما هي الوظائف التي يمكن أن تقوم بها؟
- \* ماهي ظروف نشأة و عمل البورصات العربية، و ماهي الإجراءات الكفيلة للتغلب على المعوقات التي تحد من فعاليتها؟
- \* ما المقصود بالتعاون بين البورصات وكيف يمكن تحقيق ذلك؟
- \* ماهي الإجراءات التي إتخذتها الدول العربية في سبيل إرساء التعاون بين بورصات الأوراق المالية فيها؟
- \* ماهي الأهداف التي يسعى التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية إلى بلوغها، وكيف يمكن تجسيد هذا التعاون على أرض الواقع؟

كإجابة على هذه الأسئلة وضعنا الفرضيات التالية:

- نشأت البورصة كإستجابة للتطور الإقتصادي الذي شهده العالم ، و هي ترتبط بالإقتصاد بعدة أوجه بدءا من توفير التمويل اللازم للمشاريع الإستثمارية، مروراً بتأثير تقلبات أسعار الأسهم و السندات على النظام الإقتصادي و الإجتماعي من خلال التأثير على الثروات التي يملكها الناس و من خلال التأثير على النظام المصرفي وصولاً إلى عكس حالة الإقتصاد من رواج و كساد .
- يتم ربط البورصات في البلد الواحد ببعضها البعض أو ربط البورصات بين بلدين أو أكثر داخل تكتل إقتصادي واحد، أو ربط البورصات بين عدة دول و ذلك بأساليب مختلفة
- من أجل تطوير بورصات الأوراق المالية العربية و تدعيم التعاون بينها قامت بعض الحكومات العربية بإعادة هيكلة أسواقها المالية و ذلك بفصل الدور الرقابي التوجيهي الحكومي عن البورصة بإنشاء هيئات أسواق المال لتقوم بدورها في رقابة هذه الأسواق.

## 5- حدود الدراسة :

سوف نركز هذه الدراسة على تحديد المقومات التي تمكن من إقامة التعاون بين بورصات الأوراق المالية و ما يمكن لهذه الخطوة أن تعود به من أهداف محققة.

## 6- المنهج:

بناء على ما سبق نعلم المنهجين الإستقرائي و الإستنباطي من خلال تحليل البورصة، ماهيتها، ظروف نشأتها و وظائفها الإقتصادية، وآليات تجسيد التعاون بين البورصات المختلفة. و أداة التوصيف لإبراز مقومات و أهداف هذا التعاون، إضافة إلى أداة الإحصاء من خلال جمع المعطيات الإحصائية حول البورصات العربية و تطورها.

## 7- الدراسات السابقة:

إن الدراسات و البحوث التي تناولت موضوع بورصات الأوراق المالية و من زوايا مختلفة عديدة، إلا أن النادر منها هي تلك التي تتعرض لفكرة التعاون و التنسيق بين هذه البورصات. و من البحوث التي تطرقت لهذه النقطة، و تم إعتماؤها كمراجع أساسية في إعداد هذا البحث: - " الأسواق المالية العربية الواقعية و الآفاق " أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية و علوم التسيير تخصص نقود و مالية، من إعداد وليد أحمد صافي، و التي تعرض الباحث من خلالها إلى العديد من النقاط المتعلقة بالأسواق المالية، أدوات الإستثمار في هذا السوق، أهم المراكز المالية الدولية، و الهزات و النكبات التي ألمت بالأسواق المالية، و منها الأزمة التي مرت بها سوق المناخ الكويت، و في الأخير سلط الضوء على واقع الأسواق المالية العربية، و محاولة إنصهار هذه الأسواق فيما بينها لتشكيل ما يعرف بالسوق المالي الموحد، و هذا من خلال خمسة فصول يحتوي كل منها على مباحث و مطالب عديدة.

- " التكامل الإقتصادي بين الأسواق المالية في الدول العربية و أثره في تحديده التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر " رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الإقتصاد، من إعداد محمود نحمده علي إبراهيم، و هي دراسة في أربعة فصول تناول من خلالها الباحث أسواق المال العربية و تحديات القرن الحادي و العشرين مع التركيز على سوق المال في مصر، كما تطرق للتعاون الإقتصادي العربي و دور التكامل بين أسواق المال العربية في نجاح التعاون الإقتصادي العربي.

- " إستجابة للعولمة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا " دراسة للأمم المتحدة بالإستعانة بسليمان المنذري، جورج عازر و أمل البشبيشي كخبراء إستشاريين، أعدت هذه الدراسة بناء على طلب الأعضاء الثلاثة

عشر في اللجنة الاقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا، كجزء من برنامج عمل اللجنة لفترة السنتين 2002-2003، حددت الدراسة القضايا و التحديات التي تواجه البلدان الأعضاء في الإسكوا بشأن ربط البورصات الإقليمية للأوراق المالية، مع إيلاء إهتمام خاص لشقى التفاصيل التقنية على مستوى الشركات و المستويين التشريعي و التنظيمي و البنى التحتية الضرورية.

## 8- أقسام البحث:

بناء على ما سبق نقسم بحثنا إلى أربعة فصول ، نحاول في الفصل الأول أن نعطي خلفية عامة عن الموضوع من خلال إلقاء الضوء على ماهية أسواق الأوراق المالية، كيف نشأت و تطورت إلى شكلها الحالي، مؤشراتهما، أدواتها وما لها من أشكال متعددة من أسهم، سندات و خيارات، كما سنتطرق إلى الوظائف الاقتصادية للبورصة، شروط فعاليتها و معايير تقييمها. ومن خلال الفصل الثاني سنستعرض بيئة الأعمال العربية و الظروف المحيطة بنشأة و عمل بورصات الأوراق المالية العربية، عرض الخصائص الأساسية المشتركة لها واقعها، مشاكلها التي تحد من فعاليتها.

وفي الفصل الثالث ننتقل إلى دراسة نماذج التعاون بين البورصات المختلفة مع الإشارة إلى مجموعة من النماذج الدولية، هياكلها، أسلوب عملها و أهدافها كالاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية، إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية، إتحاد أسواق الأوراق المالية الآسيوية، إتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية، جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية و إتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية، ثم إبراز المتطلبات الضرورية لتحقيق التعاون سواء ما تعلق بالإطار التشريعي، أو البنية التحتية، أو الشروط الواجب توفرها في الشركات.

أما الفصل الرابع فسنخصصه إلى إستنتاج الآلية المناسبة للعمل العربي بناء على النماذج المذكورة سابقا و الأهداف المراد تحقيقها مع الإشارة إلى تجارب التعاون بين البورصات التي قامت بها الدول العربية فيما بينها، كالربط الثنائي بين سوق الكويت للأوراق المالية و الهيئة العامة لسوق المال المصرية، و كذا الربط الثلاثي بين أسواق كل من (الكويت، مصر، لبنان)، وصولا إلى مشروع البورصة العربية الموحدة.

ثم نختتم بإقتراح التوصيات التي يمكن الأخذ بها لتطوير البورصات العربية و تعزيز التعاون بينها بما يخدم مصالح الإقتصاديات العربية بصفة عامة.

## الفصل الأول:

حلقه نظرية حول البرص

## الفصل الأول: خلفية نظرية حول البورصة

### تمهيد:

إن وجود نظام مالي متطور وفعال هو أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق نمو إقتصادي أمثل، فمن خلال عملية الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين وبين المقرضين والمقترضين، يشجع النظام المالي الإدخار والإستثمار، بل و أيضا التوجيه الأمثل للأموال المتوفرة للإستثمار. و علاوة على ذلك، فإنه يقدم مجموعة من الخدمات المالية الأخرى مثل تحويل الأموال، والضمانات، وإدارة المخاطر، والتخطيط المالي، وإدارة الإستثمار، والخدمات الإستشارية، التي أصبح المجتمع بحاجة متزايدة لها في العصر الحالي.

وأحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي، بورصة الأوراق المالية حيث أن أية بورصة للأوراق المالية ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها وسيولتها، تؤثر إيجابيا في النمو الاقتصادي، ويتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين والجهات التي تقوم بإستثمار الأموال بطريقة تساند دور البنوك وبذلك تضيف نسقا متكاملا للنظام المالي ليتمكن من ممارسة دوره في دعم عملية النمو الإقتصادي، ويهدف هذا الفصل إلى الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية من النشأة و التعريف إلى الوظائف الإقتصادية التي يمكن أن تؤديها في المجتمع من خلال طرح التساؤل التالي:

**ماهي بورصة الأوراق المالية، وما هي الوظائف التي يمكن أن تقوم بها؟**

التساؤل الذي حاولنا الإجابة عليه بتقسيم الفصل إلى أربعة مباحث كما يلي:

**\* المبحث الأول: مدخل للبورصة**

**\* المبحث الثاني: الأدوات المالية**

**\* المبحث الثالث: شروط نجاح أسواق الأوراق المالية ، وظائفها الإقتصادية ، ومعايير**

قياس نشاطها

**\* المبحث الرابع: البورصات الناشئة**

## المبحث الأول: مدخل للبورصة

إن نشأة وتنامي البورصات لم يأتي عبثاً أو لمجرد الرغبة في تكوين هذه الأسواق، وإنما كان ذلك وليد التطورات المتلاحقة التي عرفتها إقتصاديات الدول، وبحث الإنسان المستمر عن الثروة لتنمية وتطوير أعماله.

### المطلب الأول: نشأة البورصة، تعريفها و أنواعها

من خلال هذا المطلب نحاول التطرق إلى نشأة البورصة و المحطات التي مرت بها لتصل إلى الشكل الذي هي عليه، ثم تعريفها و تصنيفها إلى عدة أنواع حسب مجموعة من المعايير.

#### أولاً: النشأة التاريخية للبورصة

عندما ظهرت البورصات لم تكن على شكلها النهائي الذي نراها عليه ، وإنما مرت بالعديد من المراحل منذ عصور بعيدة ، و إذا كان من غير الممكن تحديد التاريخ الدقيق لقيامها ، فإنه يمكن أن نتبين وجود أنشطة تشبه إلى حد ما نشاط ما نسميه بورصة في وقتنا الحالي عند الحضارات القديمة حتى وإن لم تكن تعرف بهذه التسمية ، فمثلاً "كان الفراعنة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم و الإتفاق عليها وتحديد أسعارها لدى "عزيز مصر" حيث يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامه " <sup>1</sup> كما وجدت بعض الآثار لمثل هذه الأسواق في أثينا كتلك المسماة *emponuim* ، وفي روما *la collegia mercatorum* التي أقيمت في القرن الخامس عشر قبل الميلاد ، حيث قامت الإمبراطورية الرومانية بتجميع الأموال من المدخرين لبناء روما أي أن المشاريع الضخمة للإمبراطورية وتكاليف شراء الأدوات الحربية ولدت الحاجة لتجميع الأموال ، فكانت فكرة اللجوء لأفراد المجتمع و توزيع عبئ الإستثمار عليهم من خلال شركات كلفت بمهمة تجميع الأموال ، أما عند العرب فعرف التجار نظام بورصات السلع وتمويلها و الإتفاق الآجل عليها من خلال شيخ بندر التجار.

ثم تطورت هذه الأسواق مع إتساع حركة الكشوفات الجغرافية ومن ذلك، إكتشاف الأمريكيتين و طريق الهند وما انجر عن ذلك من إزدهار لحركة التجارة، وزيادة التبادل، الأمر الذي ولّد الحاجة إلى شركات النقل لشحن البضائع و مبادلاتها في الأسواق المختلفة سواء كانت تلك الأسواق حاضرة أو آجلة، كما حتمّ هذا التطور و التوسع المستمر في الأنشطة التجارية وجود مركز أو سوق دائم تتم في داخله الأعمال.



ومن أقدم البورصات التي أقيمت في العالم بورصة أمستردام و التي تزامن ظهورها مع تأسيس شركة الهند الشرقية الهولندية، هذه الأخيرة تعد الشركة الأولى التي تماثل الشركات المساهمة\* الحالية، حيث ابتكرت فكرة تقسيم ملكية الشركة إلى أجزاء صغيرة (أسهم) للسماح لعدد كبير من صغار المدخرين المساهمة في تمويل المشاريع الكبيرة كما كان بعض المساهمين يقومون بالمساومة على بيع الأسهم من أجل إستعادة رأس المال وبالمقابل يساوم بعض التجار المساهمين الجدد على شراء الأسهم، ومن هنا ظهرت علاقات البيع و الشراء ، أو علاقات العرض و الطلب التي لم تكن لها في البدايات الأولى أماكن محددة بل كانت تتم إما على قارعة الطريق أو في أماكن ضيقة مختلفة فينتقل بذلك التجار و رجال الأعمال من مكان إلى آخر، وغالبا ما كانت وجهتهم فندقا مملوكا لعائلة " فان ديربرس" البلجيكية van der beurse و التي إشتهرت عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد إشتغالهم بأعمال الوساطة و السمسرة لتزلاء الفنادق الوافدين إلى المدينة .

" يعتبر المؤرخون عام 1339 بمثابة العام الذي ولد فيه مصطلح البورصة نسبة إلى إسم العائلة السابق ذكره التي كانت تستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية<sup>1</sup> حيث شاع عند الناس العبارة " ستوجه إلى البورصة"<sup>2</sup> و إستخدموها في عاميتهم.

ثم تطورت عمليات البورصة و بلغت قممتها في نهاية القرن الثامن عشر خاصة مع ظهور الثورة الصناعية التي غيرت الوجه الإقتصادي للعالم ، ولا سيما مع ظهور الإستثمارات الكبيرة التي أصبحت تفوق المقدرة الفردية. وبهذا نشأ مفهوم الشركات المساهمة التي تقوم على أساس مشاركة المساهمين في ملكية المشاريع، مما خلق الفضاء المناسب لتوظيف الأموال و كذا إعطاء الفرصة للشركات و الحكومات على الإقتراض من خلال طرح الأسهم و السندات، فانتشر التعامل بالصكوك المالية و ظهرت بالتالي بورصات الأوراق المالية التي إنتشرت في جميع أنحاء أوروبا ومنها إلى الولايات المتحدة الأمريكية و معظم دول العالم، كما تطورت عملياتها وأصبحت تخضع للرقابة و الأنظمة القانونية الخاصة بكل دولة، إلى أن أصبحت هذه الأسواق تستخدم أحدث أجهزة ووسائل الإتصال لتنفيذ الطلبات و الأوامر كالإتصال التليفوني، الفاكس، شبكة الإنترنت هذه الأخيرة التي فتحت للبورصة آفاق جديدة كما

\* - وهي شركات ذات شخصية معنوية تتألف من عدد من الأشخاص يكتبون فيها بأسهم قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، ولا يكونون مسئولين عن التزامات الشركة إلا بمقدار القيمة الإسمية التي إكتتبوا بها من الأسهم، ويقسم رأس المال إلى حصص متساوية ، ويكون لها مجلس إدارة منتخب من الجمعية العمومية التي تتكون من ملاك الأسهم، وهذه الشركات هي الأساس التي أنشئت من أجله أسواق الأوراق المالية في البداية لتداول أسهم تلك الشركات و من ثم توسعت الأسواق المالية في إنشاء أوراق مالية أخرى.

<sup>1</sup> - محمد آدم أسواق الأوراق المالية و إقتصاديات البلاد النامية مجلة البناء العدد 59 لعام 2001 من الموقع الإلكتروني: <http://www.annabaa.org/nba59/asoq.htm> لوظف يوم : 2006/03/25.

<sup>2</sup> - Jean- Francois Susbielle comprendre la bourse sur internet édition D'organisation 2001 p 58.

خلصتها من القيود المكانية و الزمنية بظهور التداول الإلكتروني و وضع نظام آلي يسمح بتسيير عشرات الملايير من الأموال كل يوم.

هذا التحول التكنولوجي، كان له بالغ الأثر، حيث سمحت شبكة الأنترنت للأفراد بتسيير أصولهم بأنفسهم، فانطلاقاً من المنزل أو من المكتب، يتابع المستثمر أسعار أسهمه المفضلة، و يقرأ آخر الأخبار بمجرد وصولها، و يحصل على تحاليل أحسن الخبراء، كما يصدر أوامر بالشراء أو البيع و يراقب تنفيذها، بل يمكنه أن يطلب أن ينبه أو يبلغ بواسطة البريد الإلكتروني عن بعض الأمور و الأحداث التي تهمه بشكل خاص، هذا من جهة.

ومن جهة أخرى فإن اللجوء إلى الأنظمة الجديدة في نشر أسعار البورصة سمح بتخفيض تكلفة المعاملات "و تشير الإحصائيات أن تطور البورصة على الأنترنت يزداد يوماً بعد يوم، مما جعلها تدخل المنازل و المكاتب فلقد قفز عدد المتعاملين و عروض الخدمات عبر شبكة الأنترنت إلى 71% ما بين ديسمبر 1998 و مارس 1999، و ارتبط بهذا النوع من الخدمات عبر الشبكة 8 مليون من المبحرين من مقر عملهم و 6 مليون من منازلهم، فأوروبا تضم من 5 إلى 6 % من الأوروبيين الذين يبيعون و يشترون بانتظام في البورصة عبر الأنترنت، و يبقى العدد في تزايد مستمر في فرنسا يبلغ عدد المساهمين 6 ملايين منهم 500.000 من الأفراد يملكون حسابات لسندات يسيرونها عبر الأنترنت، و في الولايات المتحدة الأمريكية تنقل شبكة الأنترنت 35% من الأوامر التي تمرر على سوق ناسداك NASDAQ وفتح 7.3 مليون حساب لدى سماسرة يعملون على الشبكة. و في أبريل 1999 وصل عدد الأوامر الممررة يومياً عبر الأنترنت إلى 630.000 أمر<sup>1</sup>.

#### ثانياً: تعريف البورصة

إن "البورصة" كمصطلح أو لفظ دخيل على اللغة العربية، إذ أنها كلمة لاتينية معناها كيس من القماش لحفظ النقود، شاع إستخدامها كتسمية لتمييز نوع خاص من الأسواق عن غيرها، تلك الأسواق التي يتم فيها عقد الصفقات أو العقود للسلع و الأوراق المالية، المكان الذي يطلق عليه في لغتنا العربية "المصفق" لأنها المكان الذي تعقد فيه الصفقات، أما سبب التسمية "بورصة" فقد ساد كثير من الجدل حوله، وهناك من يرى:

■ أن التجار كانوا يأتون إلى هذه الأسواق وهم يحملون نقودهم في أكياس.

<sup>1</sup> - www.sfhty.com أسرار البورصة من الموقع الإلكتروني: http://www.sfhty.com/sfhat.php?rkmalssfhh=4502&tid=7502 لوحظ يوم: 2006/02/01.

- إسم العائلة فان ديربرس (van der beurse) التي كانت تعمل في المجال البنكي، و التي كان فندقها في مدينة بروج ( bruges ) مكان إلتقاء التجار المحليين لإتمام عمليات البيع و الشراء في القرن 15 و الذي أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال و السلع.
- شعار ثلاث أكياس من العملة الذي كان يزين واجهة قصر عائلة ديربرس. إلا أنه من الواضح أن عائلة ديربرس قد إكتسبت هذا الإسم من شعار ثلاث أكياس من العملة الذي كان يزين واجهة فندقها.
- ولتعريف أشمل للبورصة لابد من الأخذ بعين الإعتبار وظيفتها و ما تقوم به من أعمال وعلى هذا الأساس فقد وردت لها عدّة تعريفات نورد بعضها فيما يلي:
- ❖ " هي مجموع العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء أكان موضوع الصفقة حاضرا \_ وجود عينة منه \_ أو غائبا عن مكان العقد أوحى لا وجود له أثناء التعاقد ، لكن يمكن أن يوجد"<sup>1</sup>
- ❖ " هي الأماكن الخاصة التي تخصص للنشاطات التجارية الخاصة بالصرف، النقد، الأسهم و السندات و الأوراق التجارية و شهادات الودائع و نحوها بالإضافة إلى عقود السلع بين المنتجين و التجار"<sup>2</sup>
- ❖ " هي المكان الذي يجتمع فيه عدد كبير من الأشخاص، الوسطاء، لكي يقوموا فيما بينهم بعمليات مختلفة تتعلق ببضائع أو صكوك مالية"<sup>3</sup>
- لكن نلاحظ أن أصحاب التعاريف السابقة ركّزوا عند تحديدهم لمفهوم البورصة على زاوية محددة: فكان التعريف على أساس النشاط أو مجموع العمليات مثلما ورد في التعريف الأوّل، أو على أساس مادي وتم إعتبارها المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون بيعا و شراء مثلما ورد في التعريف الثاني و الثالث. كما عرفها آخرون على أنّها:
- ❖ " سوق منظمة و موجهة للجمهور، حيث تتم العمليات وفقا للقواعد المنصوص عليها في القوانين و الأنظمة، وهذه العمليات لا يمكن إجرائها و تنفيذها إلا عن طريق الوسطاء المخولين قانونا القيام بذلك"<sup>4</sup>

<sup>1</sup>- تعريف الدكتور حسين عمر من صبري هارون أحكام الأسواق المالية دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن الطبعة الأولى 1999 ص 23.

<sup>2</sup>- تعريف الدكتور محي الدين القردة داغي من المرجع السابق ص 23 .

<sup>3</sup>- محمد يوسف ياسين البورصة منشورات الحلبي الحقوقية بيروت ( لبنان ) الطبعة الأولى 2004 ص 15.

<sup>4</sup>- المرجع السابق ص 15 .

❖ " سوق تقوم على تبادل منتج ( سلعة / خدمة / فكرة ) ما بين بائع و مشتري كل منهم لديه الرغبة والقدرة على إتمام عملية التبادل وفق القواعد و الشروط المتفق عليها"<sup>1</sup>

من تحليل التعريفين السابقين يمكن إستنتاج ما يلي :

● ركز التعريف الأوّل على نوع من البورصات ألا هو البورصة المنظمة مهملاً بذلك البورصات الموازية، أو غير المنظمة وما لها من دور كبير في التأثير على المتغيرات الإقتصادية إضافة إلى ما يدور فيها من حجم كبير للمعاملات.

● إعتبر التعريفان البورصة سوق رغم أنّها تتميز عن غيرها من الأسواق بمجموعة من المواصفات هي:

### جدول رقم (1-1) : نقاط الإختلاف بين البورصة و السوق العادي

البورصة	السوق
<p>I. من حيث السلع موضوع التعامل:</p> <p>- السلع التي يتم التعامل بها في البورصة لها شروط معينة ومن ذلك:</p> <p>* أن تكون السلعة قابلة للتخزين مدّة طويلة دون أن يصبّيها التلف لذا نجد أن الخضّر و الفواكه لها أسواق و ليس لها بورصات.</p> <p>* أن تكون السلع المتعامل بها في البورصة متماثلة، أي موحدة في النوع و الرتبة ويمكن معرفة مقاديرها سواء بالوزن أو العدد أو الحجم.</p> <p>* أن تكون الأسعار عرضة للتقلبات و التغيرات وذلك من أجل إغراء المضاربين على التعامل و تحقيق أرباح من وراء تقلبات الأسعار.</p>	<p>- يتم التعامل بسلع متنوعة.</p>
<p>II. من حيث كيفية تسليم البضاعة:</p> <p>- يتم التسليم في المستقبل، وقد لا يتم تسليم البضاعة على الإطلاق و تنتهي العملية بقبض فوارق الأسعار.</p>	<p>- يترتب عن التعامل في الأسواق تسليم السلعة موضوع التعامل سواء بدفع الثمن فوراً، أو بعد أجل معين.</p>
<p>III. من حيث كيفية عقد الصفقات و حجمها:</p> <p>- تعقد الصفقات على عينات أو مواصفات لهذه السلع.</p>	<p>- يتم عقد الصفقات في الأسواق على سلع موجودة فعلاً.</p>

<p>- تعقد فيها صفقات قليلة و متفرقة.</p> <p>- هناك علاقة مباشرة بين البائع و المشتري.</p> <p>- المتعاملين هم مشتريين و بائعين طبيعيين أو معنويين يدخلون السوق إما لغرض المضاربة، أو الإستثمار، أو لتلبية حاجياتهم الشخصية.</p>	<p>- تصف العمليات بكونها قيمتها و تكرار حدوثها، ويكون إتمام المعاملات على هذا النحو دائما ذا تأثير واضح على الأسعار ، وغالبا ما يؤدي التعامل داخل البورصة إلى التأثير على العمليات التي تتم خارج البورصة.</p> <p><b>IV. من حيث العلاقة بين البائع و المشتري:</b></p> <p>- لا يتصل البائعون و المشترون ببعضهم البعض بصورة مباشرة، وإنما يتم ذلك عن طريق وسطاء مختصين.</p> <p><b>V. من حيث المتعاملين:</b></p> <p>- المتعاملين في البورصة هم في الأغلب من المضاربيين ، أي أنهم يشترون أو يبيعون لغرض المضاربة على إرتفاع الأسعار أو هبوطها والإستفادة بنتيجة ذلك من فروقات هذه الأسعار.</p>
--	---

**المصدر :** من إنجاز الطالبة بالإعتماد على المصادر التالية :

- شمعون شمعون البورصة و بورصة الجزائر دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع الجزائر طبعة 1999 ص 09، ص 10.
- محمد يوسف ياسين البورصة مرجع سبق ذكره ص 16.

كما إعتبر آخرون أن البورصة هي " نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يمكنهم إتمام عمليات البيع و الشراء عن طريق السماسرة و الشركات العاملة في هذا المجال إما داخل السوق أو خارجها بإستخدام شبكات و وسائل الإتصال"<sup>1</sup> و مما سبق يمكن لنا أن نعرف البورصة على أنها ذلك النظام الذي يجمع بين البائع و المشتري، أي بين العرض و الطلب لإتمام عملية تبادل من المبادلات و من ثم فإن نشاط البورصة يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات و الأنشطة التي يمارسها البشر و يحتاجون إليها لإشباع حاجياتهم و رغباتهم وذلك على إختلاف تخصص الأفراد و إختلاف ظروف كل مجتمع من المجتمعات.

و إذا إعتبرناها سوقا فيمكننا القول أن البورصة هي سوق ذات طبيعة خاصة، تتعلق بعمليات خاصة في أماكن خاصة يباع و يشتري فيها عن طريق الوسطاء، وهي مؤسسة تهتم بوضع الترتيبات العملية

<sup>1</sup> - حسان خضر تحليل الأسواق المالية سلسلة جسر التنمية العدد السابع و العشرون تصدر عن المعهد العربي للتخطيط بالكويت مارس 2004 السنة الثالثة ص 03 ، من الموقع الإلكتروني <http://www.arab-api.org/develop1.htm> لولحظ يوم: 2005/04/14.

والتقنية اللازمة لعمليات التداول على القيم المنقولة، بغية تقديم خدمات تتمثل في تسهيل التعاملات بين وسطاء البورصة، وترقية التداول على الأوراق المالية في سوق البورصة.

### ثالثا: أنواع البورصات

البورصة في أي دولة تعتبر مرآة الإقتصاد، تعكس درجة تطوره و رفاهيته و على ذلك كلما إتخذ المجتمع أوضاعا نمووية حقيقية كلما إمتد نشاط البورصة ليشمل مختلف مجالات الحياة و تعددت تبعاً لذلك أنواعها.

للبورصة أنواعا عديدة يمكن تصنيفها حسب مجموعة من المعايير و الأسس كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (1-1): أنواع البورصات



المصدر: من إنجاز الطالبة

### I. من حيث المنتجات المتداولة:

وفقا لهذا المعيار يمكن التمييز بين أربع مجموعات من البورصات هي كما يلي:

#### ➤ المجموعة الأولى: بورصات السلع:

وهي البورصات التي يتم في إطارها تبادل كل ما هو مادي ملموس و يمكن التعامل عليه، ومن هنا يمكن

أن نميز بين:

- البورصات التي تتبادل فيها بضائع معينة كالمنتجات الزراعية مثلا من ( قطن، قمح، بن، سكر، شاي،... الخ ) وتجدر الإشارة إلى أن بورصات البضائع هي أقدم البورصات على الإطلاق "وقد سجل التاريخ بورصات هامة للبضائع ، بالإضافة إلى بورصة أنفوس<sup>1</sup> ظهرت بورصة بال(سويسرا) عام 1683، وفي لندن 1695، وفي القرن الثامن عشر بمدينة فيينا(النمسا) عام 1862، وفي نيويورك عام 1892، وفي القرن التاسع عشر في بروكسل(بلجيكا) عام 1801 وروما(إيطاليا) عام 1822".<sup>2</sup>
- وفي هذه البورصات " تتم عمليات البيع و الشراء وفقا لنماذج معينة أو بناء على تسمية صنف معين متفق عليه، كما أن البضائع ليست عينية، وإنما تحل أية كمية من نوع معين محل أية كمية أخرى من ذات النوع المتعارف عليه و الذي يمثل نوعا وسطا و تحديد هذا النوع الوسطي هو الشرط الأساسي لقيام بورصات البضائع"<sup>3</sup> ومن أهم بورصات البضائع نجد بورصة نيويورك، شيكاغو

④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧ ⑨ ⑩ ⑪ ⑫ ⑬ ⑭ ⑮ ⑯ ⑰ ⑱ ⑲ ⑳ ㉑ ㉒ ㉓ ㉔ ㉕ ㉖ ㉗ ㉘ ㉙ ㉚ ㉛ ㉜ ㉝ ㉞ ㉟ ㊱ ㊲ ㊳ ㊴ ㊵ ㊶ ㊷ ㊸ ㊹ ㊺ ㊻ ㊼ ㊽ ㊾ ㊿

⑥ بورصة لندن، بومباي (الهند)، بروكسل (بلجيكا)، وباريس، أين يتم التعامل نقدا أو بالبيع الآجل.

- **بورصة القطع:** كما تسمى سوق الصرف حيث يتم التعامل بالعملات إما بسعر فوري فيكون التبادل آنيا، و إما بسعر آجل و يتم التبادل آجلا وعندما يلجأ تجار الصرف إلى هذه الطريقة فإنهم يؤمنون أنفسهم ضد المخاطر المحتملة لتقلب سعر الصرف في المستقبل.
  - **بورصة المعادن النفيسة:** وهي تعد من الأسواق الحديثة النشأة، إذ ظهرت مواكبة لمختلف الإستثمارات في السوق الآجلة إبتداء من عام 1880، ثم تطور هذا النوع من التعامل فأصبح له أسواق منظمة يتبادل فيها كل من الذهب، الفضة، البلاتين، الألماس، وتعد بورصة نيويورك و بورصة شيكاغو في مقدمة أسواق الذهب الآجل.
  - **بورصة الأوراق المالية:** التي تنتقل فيها الأموال من الأفراد و الشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل.
- كما أن هناك بورصات سلعية ذات طابع خاص مثل بورصات العقارات و الأراضي

<sup>1</sup> - Anvers مدينة في شمال بلجيكا.

<sup>2</sup> - عصام فهد العرييد الإستثمار في بورصات الأوراق المالية ( بين النظرية و التطبيق ) دار الرضا للطباعة و النشر الطبعة الأولى 2002 دمشق (سوريا) ص 23 .

<sup>3</sup> - محمد يوسف ياسين البورصة مرجع سبق ذكره ص 29 .

و السيارات المستعملة.

### ➤ المجموعة الثانية بورصات الخدمات:

وهي كثيرة تتنوع بتنوع المجالات التي يمكن إستخدامها فيها ومن أهمها: السياحة، الفنادق، بورصات التأمين، بورصات النقل وتأجير السفن، بورصات عقود التصدير ...

### ➤ المجموعة الثالثة بورصات الأفكار:

وهي التي تتعلق بعرض وبيع حقوق الإختراع، العلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات،... وكل من البورصات السالفة الذكر تعقد يوميا وفي مكان معلوم لدى كافة المتعاملين، أما التعامل فهو يتم بواسطة السماسرة حيث لا يظهر لا المنتج و لا المستهلك و" عادة ما تتداول فيها الحقوق و العقود ولا تتداول فيها البضائع و النقود التي تكون بعيدة عن مكان البورصة في مخازن أو بنوك، ويتم التسليم و التسلم متأخرا عن العملية في حد ذاتها"<sup>1</sup>

### ➤ المجموعة الرابعة بورصات العمل<sup>2</sup>:

وهي مكان إلتقاء العمال في إجتماعات تقترح فيها عليهم خدمات متنوعة.

## II. من حيث المجال الزمني:

نقصد بالمجال الزمني هنا الفترة الزمنية التي تفصل بين عمليتي التعاقد و التسليم و الإستلام، وعلى هذا الأساس تصنف البورصات إلى:

- بورصات المنتجات الحاضرة حيث يتم التعاقد و الإستلام و التسليم وكذا قبض الثمن فورا.
- بورصات العقود الآجلة أين يتم الإتفاق دون التسليم أو الإستلام سواء للمنتجات أو الأثمان بل تتم المضاربة على الأسعار فقط.

## III. من حيث مجال التعامل الجغرافي:

من هذا المنطلق يمكن التمييز بين:

- بورصات محلية تتداول فيها الأوراق المالية للمنشآت و الهيئات المحلية أي تقتصر معاملاتها على المستوى المحلي فقط ولا تمتد دوليا وهي عادة بورصات محدودة النشاط تتواجد في الإقتصاديات المتخلفة.
- بورصات دولية، تتسع لوجود المستثمرين الأجانب حيث تتداول فيها أوراق مالية لمنشآت

<sup>1</sup> - محسن أحمد الحضيري كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة مرجع سبق ذكره ص 25 .

<sup>2</sup> - البورصة من الموقع الإلكتروني: <http://www.aramta.com/page74.htm> لوحظ يوم: 25/03/2006.



و هيئات من دول أجنبية أي هي بورصات ضخمة تمتد معاملاتهما إلى المستوى الدولي، وتوجد عادة في الدول الصناعية، حيث يمكن هنا التمييز بين ثلاثة مناطق جغرافية:

○ **البورصات الأمريكية:** إذ تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من حيث التقدم في أسواق المال، ففي وول ستريت يوجد American Stock Exchange وفي نيويورك يوجد الأسواق المعروفة بخارج المقصورة التي لها دور بارز في تطوير شركات رأس مال المخاطرة\* ويوجد أيضا السوق الأمريكي (national association of security dealers) .  
NASDAQ

○ **البورصات الأوروبية:** فيوجد في لندن سوق هام يعرف بإسم (usm) United securities market كما يوجد بها أكبر سوق أوروبي للعقود الآجلة و المعروفة بإسم LIFFE (London international future financial exchange) ،

وفي فرنسا تعتبر بورصات باريس، بوردو، ليل، ليون، مارسيليا، نانسي، نانت نظاما متكاملًا تتم التجارة فيه تحت نظام إلكتروني مركزي يعرف بإسم (CAC) يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في كل الأوراق المالية في فرنسا.

○ **البورصات الآسيوية:** أين تحتل الصدارة كل من بورصتي هونغ كونغ و بورصة طوكيو المسماة كابتو-شو (cabuto-cho) التي تتجاوز رسمتها البورصية حجم البورصات الأوروبية مجتمعة، كما توجد بورصات جديدة في ماليزيا، الصين، الهند، وبعض الدول الآسيوية الأخرى.

#### IV. من حيث التسجيل و الإعتراف الحكومي:

حسب هذا المعيار تقسم إلى:

- **بورصات رسمية:** تنشأ و تمارس فيها المعاملات وفقا للقوانين، القواعد، والنظم و الرقابة الحكومية وذلك للمحافظة على إستقرارها وكذا التدخل في الوقت المناسب لمنع ما يمكن أن يحدث من أخطار.
- **بورصات غير رسمية:** تنشأ و تمارس فيها المعاملات وفقا للقوانين والقواعد الخاصة بها، حيث يتم تكوين جمعية من أعضاء البورصة تضع النظام الأساسي للبورصة و تحدد شروط الإنضمام و العقوبات و الجزاءات دون تدخل من الدولة مما يجعلها عرضة لمخاطر و تقلبات حتمية.

\* - هي الشركات المالية المكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعات صغيرة تقوم على تحقيق أفكار جريئة .

## المطلب الثاني: بورصات الأوراق المالية

لقد كان لإحتياج بعض الدول و الملوك إلى الإقتراض من كبار المدخرين و المرابين و تجار الذهب بهدف تمويل نفقات الدولة المختلفة و تمويل الحروب، كذا ظهور شركات المساهمة تلك التي يساهم في تمويل رأس مالها عدد كبير من الأفراد، بالغ الأثر في ظهور و إنتشار بورصات الأوراق المالية.

### أولاً: تعريف بورصة الأوراق المالية

من بين التعاريف الكثيرة التي وردت لها نذكر مايلي:

1. "سوق تباع فيها و تشتري الحقوق التي ترد على الثروة، أسهم و سندات و أدوات مالية أخرى"<sup>1</sup>
2. "سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي، أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة و هي بذلك توفر المكان و الأدوات و الوسائل التي تمكن الشركات و السماسرة و الوسطاء و الأفراد من تحقيق رغباتهم و القيام بعمليات التبادل أو إتمام المبادلات و المعاملات بيعا و شراء بسهولة و سرعة"<sup>2</sup>.
3. "تمثل بورصات الأوراق المالية أسواقا منتظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بانتظام و تعرض من قبل قوى العرض و تطلب من قبل قوى الطلب وبتعادلهما تحقق الأسعار العادلة من خلال معادلات البيع و الشراء"<sup>3</sup>.
4. "البورصة سوق نموذجية حيث يتم التعامل بالدرجة الأولى بالأوراق المالية في ظل منافسة حرة"<sup>4</sup>.
5. "مكان إلتقاء و تبادل بمعنى سوق بين عرض و طلب رؤوس الأموال طويلة الأجل، حيث أن أداتها ممثلة في قيم منقولة ( أسهم و سندات أساسا )"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - أسامة محمد الفولي زينب عوض الله إقتصاديات النقود و التمويل دار الجامعة الجديدة مصر طبعة 2005 ص 264.

<sup>2</sup> - محسن أحمد الخضيري كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة مرجع سبق ذكره ص 62 .

<sup>3</sup> - عصام فهد العرييد الإستثمار في بورصات الأوراق المالية ( بين النظرية و التطبيق ) مرجع سبق ذكره ص 27 .

<sup>4</sup> - محمد يوسف ياسين البورصة مرجع سبق ذكره ص 15 .

6. " المقصود بسوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم و سندات ، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ، ففي الأولى تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار و السماسرة بشكل مباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية"<sup>2</sup>.  
و إن تعددت هذه التعاريف إلا أننا نجد أن معظمها إتفق على أن:  
بورصة الأوراق المالية هي سوق لكن ليس كباقي الأسواق المتعارف عليها إذ تقتصر فقط على الأوراق المالية، وأن التعامل فيها يكون دوريا في أوقات محددة و معروفة لدى الجميع، وتبرم فيها الصفقات بالبيع و الشراء للقيم المتداولة بين أعوان مختصين معتمدين.

ثانيا : تقسيمات بورصة الأوراق المالية و الأطراف المتعاملة فيها

### 1- تقسيمات بورصة الأوراق المالية:

يمكن تقسيم بورصة الأوراق المالية (سوق الأوراق المالية) إلى سوقين: السوق الأولي أو سوق الإصدار، و السوق الثانوي أو سوق التداول.

1. **السوق الأولي** : "أين يتم التعامل بالإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشاريع قائمة من خلال زيادة رأس المال، أي أن الشركات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، ومن ثم طرحها للإكتتاب سواء كان الإكتتاب عام أو خاص مما يعطي الفرصة للجميع، الأفراد و الهيئات المختلفة للمشاركة عن طريق مدخراهم في توفير الأموال"<sup>3</sup>.

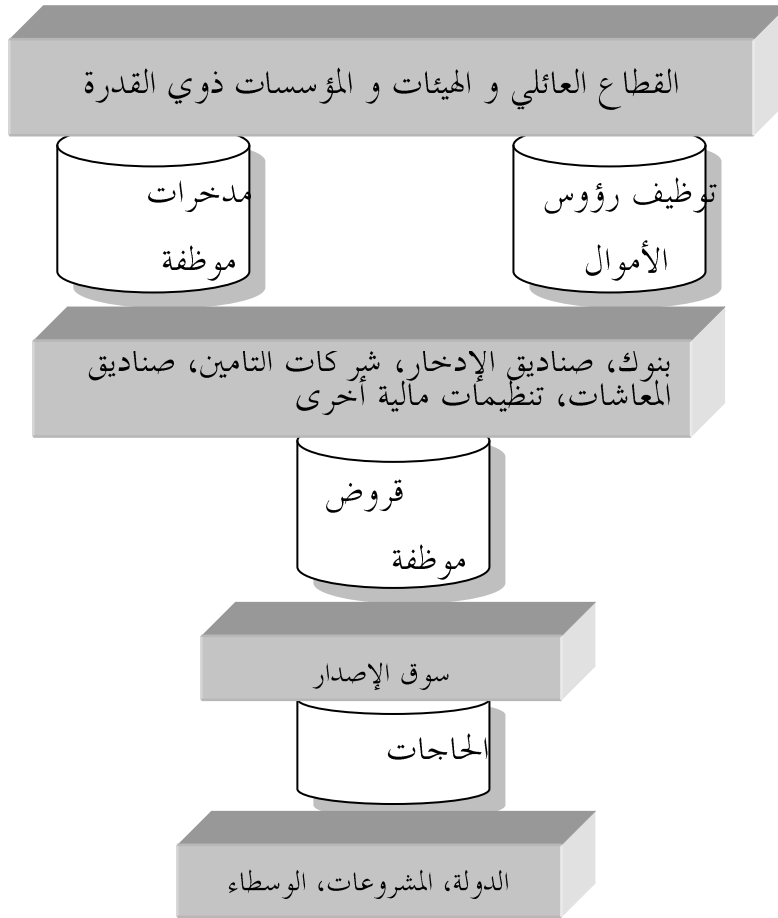
أي أن هذا السوق ما هو إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات وبذلك تنشأ علاقة بين عارضي الأموال "المكتتبين" و طالبي الأموال "أصحاب المشروعات" كما هو موضح في الشكل التالي:

<sup>1</sup> - تعريف جون إيف كابل من محمد براق بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية الجزء 1 و2 جامعة الجزائر دفعة 1999-2000 ص 95.

<sup>2</sup> - ضياء مجيد الموسوي البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات) منشورات image الطبعة الأولى 1998 ص 05.

<sup>3</sup> - Alain Choineil Gérard Rouyer le marché financier revue banque édition (paris) Septième édition 1999 p 41.

شكل (1-2) : سوق الإصدار



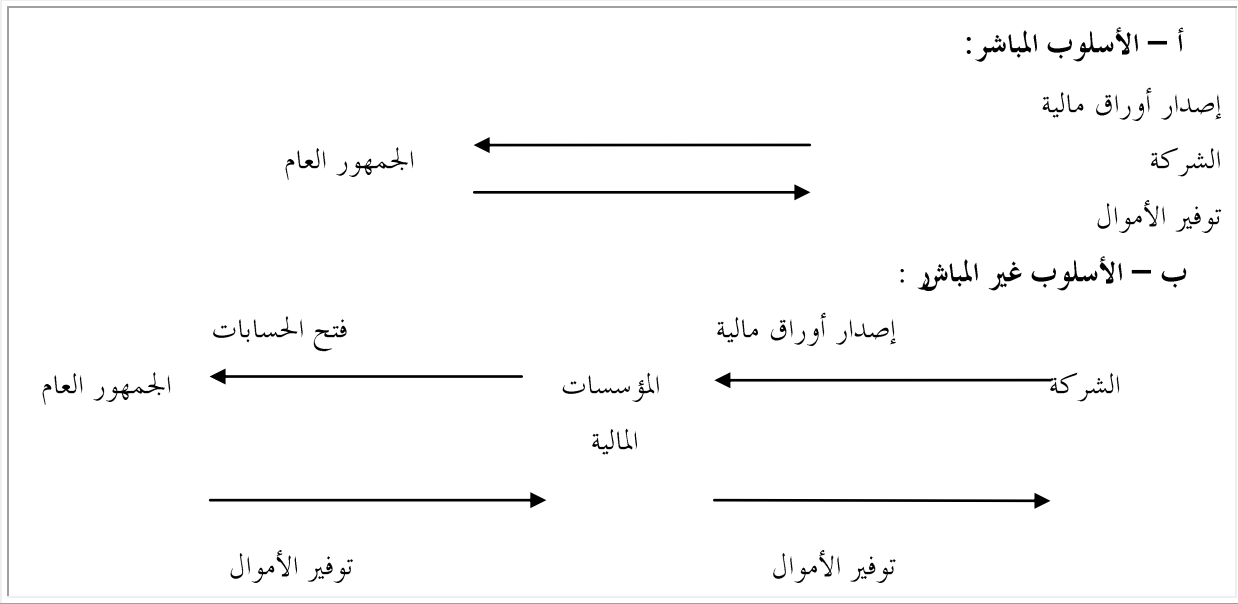
المصدر: أسامة محمد الفولي ، زينب عوض الله إقتصاديات النقود و التمويل مرجع سبق ذكره ص 296.

- "يتم إصدار و تصريف الأوراق المالية إما بطريق مباشر حيث تقوم الجهة المصدرة بالإتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تباع لها الأسهم و السندات التي أصدرتها، و إما أن يتم ذلك بطريق غير مباشر و هو قيام مؤسسة مختصة - عادة ما تكون مؤسسة مالية - بإصدار هذه الأوراق و هو الأسلوب الأكثر شيوعاً"<sup>1</sup> ، يوجد العديد من هذه

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي ، رسمية زكي قريبا قصص البورصات و المؤسسات المالية الدار الجامعية (صر) طبعة 2002 ص 305 .

المؤسسات المالية المتخصصة في الولايات المتحدة مثل مؤسسة فرست بوسطن، و مؤسسة مورجان و ستانلي و غيرها، أما في الدول التي تتسم أسواق أوراقها المالية بالصغر فإن مهمة الإصدار تقوم بها بعض البنوك التجارية. و الشكل الموالي يوضح الطريق المباشر و غير المباشر لتصريف الأوراق المالية:

شكل ( 1-3 ) : أساليب حصول الشركات على الأموال



المصدر: محمد صالح الحناوي ثمال فريد مصطفى جلال العبد الإستثمار في الأوراق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2003/2002 ص 10.

عندما تلجأ الشركة إلى البنوك لتتولى نيابة عنها إصدار الأوراق المالية يتم الإكتتاب عن طريق البنك لصالح الشركة، وهناك ثلاث أنواع من عروض الإكتتاب<sup>1</sup>:

أ. عروض الإكتتاب الكامل: وفيها يلتزم البنك بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل ومهما كانت إستجابة السوق.

ب. عروض بذل أقصى جهد: وفيها يلتزم البنك ببذل أقصى جهد لتحقيق الإكتتاب الكامل للعملية، ولكنه لا يقدم في النهاية إلى المؤسسة إلا ما توصل إليه من إكتتابات فعلية مهما كانت نسبتها من إجمالي العملية.

<sup>1</sup> - Alain Choineil Gérard Rouyer le marché financier revue banque édition (paris) Huitième édition 2002 p 72.

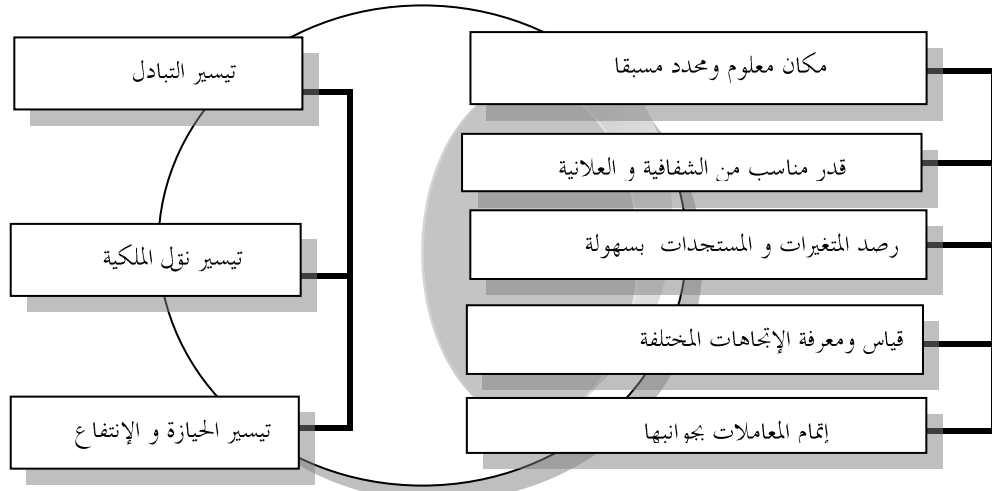
ج. العروض المزدوجة: ويلتزم فيها البنك إلتزاماً نهائياً بتقديم مبلغ معين (نسبة معينة) من إجمالي قيمة العملية والباقي يبذل فيه أقصى جهد.

2. السوق الثانوي: في هذا السوق يتم التعامل بالأوراق المالية التي تم طرحها في السوق الأولي أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة. قد يتخذ هذا السوق شكلان: أسواق منظمة و أسواق غير منظمة، كما قد تضم أجزاء أخرى يطلق عليها السوق الثالث و السوق الرابع.

\* الأسواق غير المنظمة: ليس لها مكان محدد، إذ تجري التعاملات خارج السوق المنظم، و يقوم بالتعامل بيوت السماسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات القوية التي تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي وغيرها من وسائل الإتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

\* الأسواق المنظمة: هي على العكس من الأولى نوضحها من خلال الشكل التالي:

### شكل رقم (1-3): السوق المنظمة



المصدر: محسن الخضيرى كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة مرجع سبق ذكره ص 09 .

\* السوق الثالث: و هو فرع من السوق غير المنظم، مما يعني أن صفقات بيع و شراء الأوراق المالية تتم خارج السوق، ويتم التعامل من خلال بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، ومن أهم أسباب وجود هذه السوق هو إعتقاد العملاء - المؤسسات الإستثمارية - بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، مع إمكانية التفاوض على مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج

البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة و أن سمسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة.

\* **السوق الرابع:** الذي يتشابه مع السوق الثالث في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، إلا أن التعامل يتم عن طريق الإتصال المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة وبين الأفراد دون الحاجة لأعضاء بيوت السمسرة.

في هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه، ومن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسمسرة.

## 2- المتعاملون في البورصة:

الأطراف المتعاملة في البورصة يمكن تصنيفها إلى ثلاثة مجموعات: الطالبون، العارضون ومجموعة الوسطاء، المحكمون و المراقبون للعلاقة بين الطالبين و العارضين، إلا أن العارضين و الطالبين يختلفون باختلاف مفهومنا للعرض و الطلب، فيمكن النظر إليهم من خلال زاوية العرض و الطلب على رؤوس الأموال، أو من خلال زاوية العرض و الطلب للقيم المنقولة و فيما يلي نقصد بالطالبين و العارضين كل من الطالبين و العارضين للقيم المنقولة وعلى هذا الأساس فإن المجموعات الثلاثة تكون كما يلي:

### ✓ الطالبون:

حيث نفرق بين نوعين من الطلب:

\* **الإدخار الجماعي** أو الطلب على رأس المال من قبل المؤسسات التي تتمثل في البنوك و شركات التأمين، وصناديق الإيداع و الإدخار، و شركات التوظيف و الإستثمار و صناديق الإستثمار وهي الشركات التي من أهم وظائفها توظيف أموالها و أموال عملائها في البورصة.

\* **الإدخار الفردي**، إلا أن هذا النوع قليل وغالبا ما يفضل النوع الأول عليه نظرا لما يتميز به النوع الأول كـ - تجميع وتعبئة الإدخار المتاح لدى الأفراد بصورة منظمة.

- تقديم إدخارات و توظيفات ثابتة و مستمرة.

- يعوض الأفراد عن نقص خبراتهم و معلوماتهم وبالتالي يقلل من المخاطر.

### ✓ العارضون

وهي الشركات التي تصدر السندات و الأسهم لتمويل إحتياجاتها، إضافة إلى الحكومة التي تصدر السندات لتمويل العجز الموازي أو لإمتصاص السيولة أو لخصخصة الشركات عن طريق مشاركة

القطاع الخاص في شراء الأسهم و السندات، كما تلجأ المؤسسات الأجنبية المقيدة في البورصات المحلية للحصول على فوائض رؤوس الأموال من غير بلدانها.

### ✓ الوسطاء الماليون و المحكمون و المراقبون

يعرف الوسطاء الماليون على أنهم " الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين و المقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي"<sup>1</sup> وفي بورصة الأوراق المالية نجد:

\* السمسار هو الذي يقوم بعمليات الوساطة في بيع و شراء الأوراق المالية، يمكن أن يتخذ شكل شركة مساهمة أو توصية بالأسهم كما يعمل بإسمه و لحساب الغير، السمسار الجيد يتصف بعدة خصائص أبرزها ما يلي<sup>2</sup>:

- التسجيل في البورصة وهيئة سوق المال أنه ممثل إحدى شركات السمسرة.
- الأمانة في تنفيذ أوامر و طلبات العميل.
- ألا يضغط على العميل الخاص به بخصوص تنفيذ بعض العمليات من بيع أو شراء.
- أن تكون العلاقة بين السمسار و عميله قائمة على الارتياح الشخصي.
- مراعاة مصلحة العميل و الإهتمام بطلباته و إحترام أفكاره مع التوصية في حالة طلب منه ذلك.
- التوفيق بين طلبات العملاء حتى لا يحدث تعارض.
- عدم المغالاة في العمولة المطلوبة، وإتاحة قدر من التفاوض بشأن العمولة مع العميل إذا طلب منه ذلك.

أما أدوات السمسار فتتمثل في الآتي:

- . الخبرة الشخصية ورؤية السوق.
- . القدرة على التحليل العام للاقتصاد سواء على المستوى الكلي و الجزئي حتى يستطيع التعرف على المناخ العام للبيع و الشراء.
- . المهارة في استخدام التحليل الأساسي و الذي يعتمد على تحليل الأوضاع المالية للشركات.
- . المهارة في استخدام التحليل الفني و خرائط الأسهم لمعرفة اتجاهات الأسعار.
- . التعامل مع أجهزة الحاسب الآلي من خلال الحزم الإحصائية الخاصة بتحليل الأسهم.

<sup>1</sup> - الطاهر لطرش تقنيات البنوك ديوان المطبوعات الجامعية (الجزائر) الطبعة الثانية 2003 ص 7.

<sup>2</sup> - حسام الدين محمد سمسار البورصة من الموقع الإلكتروني <http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/05/article05.shtml> لوحظ يوم: 2004/05/19.



. إستخدام أسرع الطرق بالإتصال بعميله حتى يستطيع إرشاده وتلقي الطلبات الخاصة به. وقد يعمل السمسار في البورصة المحلية والبورصة الخارجية أو العالمية و الفرق هو أن السمسار في البورصة المحلية لا يدفع تأميناً كبيراً نظير إعطائه رخصة بممارسة أنشطة السمسرة داخل البورصة، والعكس من ذلك في البورصات العالمية فيجب على السمسار دفع مبلغ كبير كتأمين لحقوق العملاء. إضافة إلى أن السمسار في البورصة العالمية ينفذ عملياته ليس داخل إحدى البورصات فقط، ولكن يجوز له تنفيذ عملياته في أي بورصة مدرج فيها تلك الأسهم أو السندات التي يتم التعامل عليها. ومن أمثلة كبرى شركات السمسرة في العالم (ميريل لينش، مورجان ستانلي، سيتي جروب، كريديت يويس، فرست بوسطن، بير شتيرنز، دويتش بنك، جولدمان ساكس، جي بي مورجان تشايز، ليهمان بروذرز، يو بي إس، أربورج).

\* شركات الإستثمار" وهي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم بإستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة و يتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله<sup>1</sup> التي تلعب دوراً هاماً سواء على مستوى سوق الإصدار (أي السوق الأولي) أو السوق الثانوي و هي تهدف إلى تجميع الإدخارات الفردية وإعادة إستثمارها في الأوراق المالية بما لها من خبرة و معرفة، فقد أنشئت لتلبية إحتياجات المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم موارد كافية لبناء محفظة من الأوراق المالية، و أيضاً لتلبية إحتياجات المستثمرين الذين تتوافر لديهم الإمكانيات المالية و لكن تنقصهم الخبرة و المعرفة أو ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك الأوراق. و إذا كان التوفيق بين رغبات الطالبين و المعارضين يحتاج إلى السماسرة فإن و وظيفة البورصة ليست فقط إتمام العمليات و إنما أيضاً ضمان إنتظامية العمليات و شرعيتها و الرقابة على السوق لمنع أي إنحراف لذلك يكون لكل بورصة مجموعة من الهيآت تكون وظيفتهم التنظيم و التثمين و المعلومات و الرقابة و هي كما يلي:

### 1- هيآت الرقابة و التسيير:

يتم تقسيم هيآت الرقابة و التسيير عموماً إلى ثلاثة أقسام هي:

أعضاء البورصة، مجلس إدارة البورصة و لجنة البورصة.

أ- أعضاء البورصة:

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي إدارة الأسواق و المنشآت المالية منشأة المعارف (الإسكندرية مصر) طبعة 2002 ص 322.

قد تكون البورصة على شكل شركة مساهمة أو مؤسسة عامة و في الحالتين إنشاءها يستوجب تشكيل أعضاء و ذلك عن طريق بيع "مقاعد البورصة" و التي تعني شراء عدد من الأسهم لرأسمال هذه البورصة مقابل الحصول على رخصة تمنح لصاحبها حق مفاوضة الأوراق المالية المسعرة في هذه البورصة.

ب- مجلس إدارة البورصة:

يتم إدارة البورصة و تسطير قوانينها من طرف مجلس إدارة البورصة الذي يتكون من الرئيس، نائب، أمين الصندوق، مجموعة من السماسرة و يؤدي مجموع الأعضاء العاملين و المنظمين و الجمعية العامة التي يرأسها رئيس لجنة البورصة أو نائبها.

ج- لجنة البورصة:

في كل بورصة من بورصات الأوراق المالية تشكل لجنة مؤلفة من عدة أعضاء يختارون من بين السماسرة أو من قبل الدولة. و تختص اللجنة في فحص الطلبات المتعلقة بالتسجيل في جدول الأسعار، إتخاذ القرارات و الأحكام، إصدار النشرات اليومية للأسعار، السهر على السير الحسن للبورصة.

## 2- هيآت الفصل و التحكيم:

أما هيآت الفصل و التحكيم فهي بدورها تنفصل إلى خمسة أقسام و هي<sup>1</sup>:

أ- هيئة التحكيم:

تقوم هذه الهيئة بتنظيم جلسة البورصة للفصل بين جميع المنازعات التي قد تنشأ بين السماسرة والوسطاء داخل مقصورة البورصة و ذلك بالتعاون مع مسؤولي المقصورة، تتكون هذه الهيئة من رئيس لجنة البورصة و عدد معين (عامة أربعة) من الأعضاء تختارهم اللجنة.

ب- مجلس التأديب:

يختص هذا المجلس في النظر فيما يقع من مخالفات لقوانين و قواعد البورصة أو لوائحها أو الصالح العام و تطبق عقوبات صارمة تأديبية من بينها الغرامة و الوقف... الخ.

ج- غرفة المقاصة:

يتم فيها تسوية كافة العمليات التي أبرمت في البورصة بين السماسرة و المدينين، كما يمكن أن يتم هذا العمل في نقابة السماسرة.

د- نقابة السماسرة:

<sup>1</sup> - شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر مرجع سبق ذكره، ص 40-41.

هي جمعية تتكون من سماسرة الأوراق المالية، مهمتها حماية مصالحهم و الدفاع عنها و تأمين إنتظام العمليات و حقوق و الواجبات إتجاه بعضهم البعض.  
ي- مندوب الحكومة:

يستلزم على كل بورصة وضع مندوب أو أكثر لمراقبة تنفيذ اللوائح و القوانين و حضور اجتماعات الجمعية العامة و جلسات لجنة البورصة و مجلس التأديب و هيئة التحكيم و إلا كانت قراراتها باطلة.

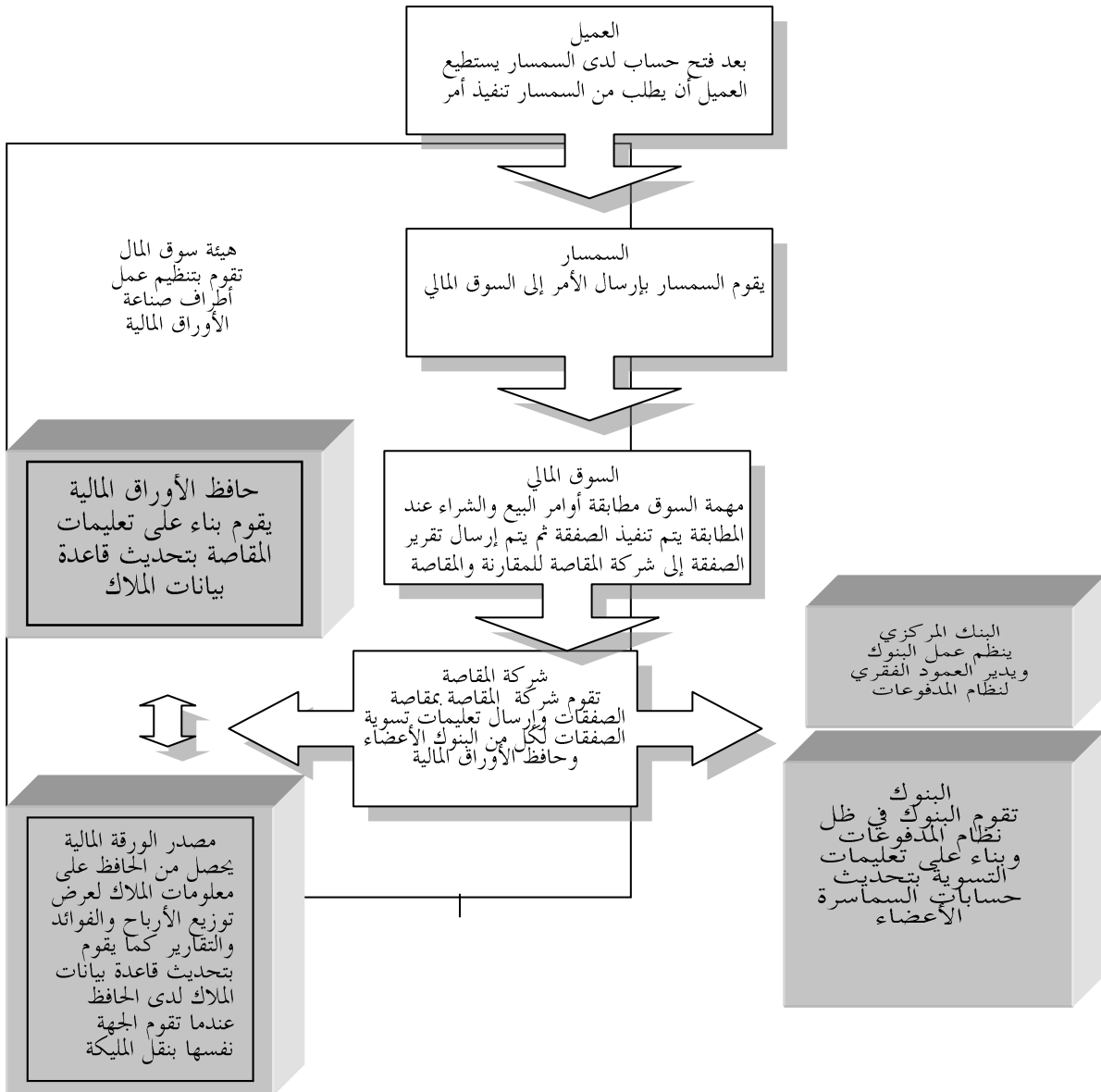
### المطلب الثالث: آلية تنفيذ صفقة في بورصة الأوراق المالية

نحاول من خلال هذا المطلب سرد الخطوات التي يسلكها الأمر إبتداء من فتح الحساب و طلب تنفيذ الأمر إلى إنتهاء و تسوية الصفقة و ذلك في الحالتين، حالة إجراء صفقة عادية و حالة إجراء صفقة بواسطة شبكة الأنترنت.

#### أولاً: آلية تنفيذ صفقة عادية

يجب أن نشير هنا أن التطور في مجال تقنية المعلومات أدى إلى دمج مجموعة من المراحل في مرحلة واحدة، كما أن بعض المراحل تتولاها شركة واحدة أو شركات متعددة بينها إرتباط وثيق، و الشكل الموالي يوضح تسلسل هذه المراحل و الأطراف الرئيسية المشتركة فيها:

شكل رقم (1-4): مراحل تسوية الصفقات ودور المؤسسات المالية المختلفة



**المصدر:** محمد بن إبراهيم السحيباني آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي من الموقع الإلكتروني <http://www.uqu.edu.sa/icie/WebPages/bhooth/20.doc> لوحظ يوم: 2006/03/18.

### 1- فتح الحساب: يقوم العميل (المستثمر) بفتح حساب لدى أحد سماسرة الأوراق المالية وأشهر أنواع

الحسابات هما حساب النقد، وحساب الهامش.<sup>1</sup> والفرق بينهما هو إلزام صاحب حساب النقد بدفع كامل قيمة صفقة الشراء، وإستحقاقه إستلام كامل قيمة صفقة البيع. وقد يتطلب الأمر إيداع ما يغطي قيمة الصفقة بالنسبة للشراء أو ما يثبت الملكية بالنسبة للبيع، ولكنه ليس ضرورياً؛ إذ قد يسمح السمسار لصاحب الحساب بتسديد كامل المبلغ بعد إشعاره بتنفيذ أمر الشراء خلال أيام (قد تصل إلى 3 أيام في ظل بعض أنظمة التسوية). كما قد يتأخر السمسار في تحويل المبلغ إلى حساب العميل البائع في حدود نفس هذه الفترة. أما في حساب الهامش فيحق لصاحب الحساب دفع بعض قيمة الصفقة وإقتراض الباقي من السمسار برهن ما لديه من الأوراق المالية. أو اقتراض أوراق مالية وبيعها "بيعا مكشوفاً" بعد توفير حد أدنى من الضمانات. ويثير هذا النوع من الحسابات تعقيدات إضافية في عمل السمسار والأطراف الأخرين المشتركين في صناعة تداول الأوراق المالية. حيث يتطلب من السمسار إنشاء أكثر من قسم للتعامل مع هذا النوع من الحسابات<sup>1</sup>. بالإضافة إلى هذين النوعين يتم التفرقة عادة بين حساب الأفراد وحساب المؤسسات المالية التي تستثمر في الأوراق المالية (مثل صناديق الإستثمار، وصناديق التقاعد ونحوها، وأيا كان نوع الحساب فإن العميل يجب أن يحدد مدى رغبته في قيام السمسار بدور الحافظ لأوراقه المالية؛ إذ قد يطلب العميل أن يتم تسجيل الورقة المالية باسمه وترسل الشهادة إلى عنوانه، أو تسجل باسمه ويحفظها السمسار في خزانته، أو أن يسجلها السمسار باسمه ويحفظها لديه أو لدى حافظ آخر.

ويحرص أغلب السماسرة على الحصول على إذن العميل في الاحتفاظ إسماء بملكية الأوراق المالية التي يشتريها، لأنه يسهل عملية التسوية، بل يعتبر شرطاً في فتح حساب الهامش لدى كثير من

<sup>1</sup> - محمد بن إبراهيم السحيباني آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية مرجع سبق ذكره.

السماسة، حيث يسهل هذا من تسجيل السمسار للأوراق المالية للعميل في حالة إخفاقه في الإحتفاظ بالحد الأدنى من الهامش. بالإضافة إلى ذلك يمكن هذا الإجراء السماسة من إقراض وإقتراض الأوراق المالية لعملائهم أو فيما بينهم لأغراض مختلفة.

2- **طلب تنفيذ أمر:** يطلب العميل تنفيذ أمر بيع أو شراء. وهناك أنواع عديدة من الأوامر، كالأمر السوقي والأمر المقيد، وأمر وقف الخسارة. يستطيع العميل أن يحدد شروط تنفيذ الأمر من حيث الكمية، والوقت، ومدة بقائه نشطا، وغيرها من الشروط المعتادة. ومن المعلومات التي يتضمنها الأمر عادة: إسم العميل ورقم حسابه، بيع أم شراء، الكمية، إسم الورقة المالية ورمزها، السعر، مدة بقاء الأمر نشطا، بالإضافة إلى معلومات عن مكان الورقة المالية (في حالة البيع) أو أين تودع (بعد الشراء)، وطريقة الدفع والإيداع، ونوع الحساب. وقد يقوم السمسار بتوفير خدمة الإطلاع على أحوال الأسواق وإمكانية إدخال الأوامر للعميل في موقعه أو مواقع العملاء من خلال شبكة الأنترنت.

3- **إرسال الأمر إلى السوق:** بعد التأكد من صحة معلومات الأمر يقوم السمسار بإرسال الأمر إلى أحد الأسواق المالية عن طريق الهاتف أو الفاكس أو التلكس أو إلكترونيا (وهو السائد) حتى يتم تنفيذه (مع طرف مقابل). وفي بعض الدول كالولايات المتحدة يوجد أكثر من سوق مالية للأسهم، ويمكن أن تكون الشركة مدرجة في أكثر من سوق. ولكل سوق قواعده الخاصة التي تحكم آلية التنفيذ، ولهذا يتضمن إختيار السوق تفضيلات العميل تجاه آلية التنفيذ. ويلاحظ أن التنظيمات تسمح للسمسار بإختيار السوق المالية التي يرسل الأمر إليها إذا لم ينص العميل على سوق مالية محددة.

والمراحل الثلاث السابقة (من فتح الحساب إلى إرسال الأمر إلى السوق) يمكن أن يقوم بها العميل بدون أن يكون هناك إتصال (وجها لوجه) مع السمسار وذلك من خلال زيارة مواقع السماسة الذين يقدمون خدماتهم عبر شبكة الأنترنت.

4- **تنفيذ الأمر:** يتم تهيئة الأمر للتنفيذ من قبل السوق المالي وفق قواعد التعامل التي تحكم تلك السوق، وشروط العميل كما هي محددة في الأمر. ويجب التأكيد على أن لكل سوق قواعده الخاصة التي تحكم آلية التعامل مثل أنواع الأوامر، وآلية التنفيذ (سوق نداء أم سوق مستمرة)، وأولوية تنفيذ الأوامر (السعر، الوقت، الحجم)، وأوقات التعامل، وحجم الحد الأدنى والأعلى للتغير في السعر، وهيكل العمولة. ويتم تنفيذ كامل كمية الأمر أو بعضها (وبالتالي حدوث صفقة) إذا

تطابق سعر أمر الشراء مع سعر أمر البيع. وفي حالة تنفيذ الصفقة يتم الانتقال إلى المرحلة التالية. أما في حالة عدم تنفيذها فيشعر العميل بذلك، حتى يتمكن من إتخاذ القرار المناسب.

5- **تسجيل معلومات الصفقة:** في حالة تنفيذ الصفقة يرسل السوق تقريراً إلى السمسار وشركة المقاصة يبين جميع معلومات الصفقة بما في ذلك معلومات الطرف المقابل، ويرسل هذا التقرير عادة في شكل إلكتروني إلى السمسار بهدف إبلاغ العميل وتحديث حساباته، وإلى شركة المقاصة بهدف إجراء المقاصة والتمهيد للتسوية.

ويقوم السمسار بترميز الصفقة؛ أي يضع لها رقماً مميزاً، مع بيان معلوماتها، أين وكيف ومتى تم تنفيذها، حجم الصفقة وقيمتها، عمولتها، الطرف المقابل في الصفقة، مراحل مقاصتها وتسويتها.

6- **المقارنة مع الطرف المقابل:** يقوم السمسار بمقارنة معلومات التنفيذ مع السمسار الآخر (الطرف المقابل في الصفقة) مباشرة أو من خلال شركة مقاصة للتأكد من صحتها. ولا بد من حل أي مشكلة تنتج عن عدم تطابق معلومات الطرفين قبل الانتقال إلى مرحلة المقاصة والتسوية.

وفي ظل التطور الحاصل في تقنية المعلومات والاتصالات تتم عمليات المقارنة هذه آنياً عند تنفيذ الصفقة؛ حيث يتم الاحتفاظ بمعلومات طرفي الصفقة وإرسالها مباشرة لشركة المقاصة. وهنا يلاحظ أن التقدم في تقنية المعلومات والاتصالات يوشك أن يدمج المرحلتين (5) و(6) في مرحلة التنفيذ (4).

7- **إشعار العميل:** يقوم السمسار (قبل الخطوة السابقة أو أثناءها أو بعدها) بإرسال إشعار للعميل، يؤكد فيه على تنفيذ الصفقة وبيان معلوماتها (إسم الورقة المالية، عددها، سعر التنفيذ، تكلفة الصفقة، عمولة السمسار، تاريخ التسوية). وتعتمد طبيعة الإشعار على طبيعة العميل فالمستثمر الفرد يرسل الإشعار إلى عنوانه البريدي أو الإلكتروني، والمستثمر المؤسسي أو الدولي يتم إشعاره غالباً من خلال شبكة معتمدة مثل SWIFT. ونظراً لكبر حجم أوامر المؤسسات المالية فإنه يتوقع من العميل المؤسسي أن يقوم بالموافقة صراحة أو ضمرياً على معلومات الصفقة بعد تنفيذها. وفي نفس الوقت يتم تحديث حساب العميل لدى السمسار ليعكس التغيرات الجديدة.

8- **المقاصة:** تتم بعد ذلك عملية المقاصة بواسطة إحدى شركات المقاصة التي يعتبر سمسار العميل أحد أعضائها. ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب إلتزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيداً لتسويتها. ويتم هذا الحساب في الغالب وفق مبدأ التصفية الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي في النهاية إلى تحديد صافي الدائنية أو المديونية لكل

المتعاملين المشتركين في عملية التصفية ويترتب على عملية المقاصة حينئذ تحديد ما إذا كان السمسار مستلماً أو مسلماً للورقة المالية محل التعامل، بعد مراعاة حجم الأوراق الذي لا يمكن استخدامه في عملية المقاصة، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتب على الصفقات بالنسبة لجميع السماسرة الأعضاء في شركة المقاصة. وقد تتم المقاصة بواسطة شركة أو نظام تابع للسوق المالي نفسه.

9- **التسوية:** يقصد بالتسوية إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي إلى المشتري، في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع. وتبدأ هذه الإجراءات بعد إتمام المقاصة، حيث تبدأ عملية الدفع وتوثيق نقل الملكية وفق تنظيم معين تديره شركة المقاصة. والتنظيم يشمل بالإضافة إلى شركة المقاصة كلاً من: حافظ الأوراق المالية؛ ونظام للمدفوعات النقدية.

وتتطلب عملية المقاصة وجود حساب للسمسار لدى هاتين الجهتين حيث تقوم شركة المقاصة بتسوية جميع الصفقات من خلال إرسال تعليمات لكل من حافظ الأوراق المالية لتحديث قاعدة الملاك، وتعليمات لنظام المدفوعات لتحويل المبالغ النقدية بين حسابات السماسرة. وتقوم شركة المقاصة بإرسال<sup>1</sup> تقرير نهائي عن عمليات التسوية لمكتب السمسار. ويسهل من عملية التسوية إرتباط شركة المقاصة بحافظ الأوراق المالية محل التعامل. ويمكن أن يتولى عمليتي المقاصة وحفظ الأوراق المالية وتحويل المبالغ النقدية جهة واحدة.

"ويفرق عادة بين أنواع أنظمة التسوية بحسب كونها إجمالية أو صافية (تبعاً لطبيعة المقاصة التي تسبقها)، وآنية أو متراخية (تبعاً للفرق بين التنفيذ والتسوية). ففي الإجمالية يتم تسوية كل صفقة على حدة (بدون تصفية)، ويمكن أن تكون فيها التسوية آنية بحيث يسلم البائع في الحال كل الأوراق المالية ويدفع المشتري كامل مبلغ الصفقة (وفي هذه الحالة فقط تتحد المقاصة مع التسوية) أو يقل الفرق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية بشكل كبير. كما يمكن أن تكون التسوية الإجمالية متراخية عن وقت التنفيذ (غالباً في نهاية يوم التداول). أما التسوية الصافية فيتم تسوية مجموعة من الصفقات في نهاية اليوم أو في أوقات متفرقة خلال اليوم بعد أن يتم تصفية الصفقات التي تم تنفيذها قبل موعد التسوية".

10 - **تحديث قاعدة الملاك:** تقوم شركة المقاصة بإبلاغ الشركة مصدرة الورقة أو البنك الذي يعمل وكيلاً عنها في حفظ أوراقها المالية، أو الحافظ المركزي للأوراق المالية (وهو المعمول به على نطاق واسع) عن التغييرات التي حصلت في الملكية من أجل تحديث قاعدة الملاك وأخذها في الاعتبار عند توزيع الأرباح أو

<sup>1</sup> - محمد بن إبراهيم السحيباني آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية مرجع سبق ذكره.



الفوائد وغيرها من الحقوق التي يتمتع بها المالك الحقيقي للورقة كالتصويت في الجمعية العمومية بالنسبة للمساهم. وفي ظل هذا النظام يصبح التحويل بين الحسابات بديلا عن إستلام الشهادات كإثبات لانتقال الملكية. وفي ظل الربط الإلكتروني بين شركة المقاصة وحافظ الأوراق المالية، يمكن أن تتم التسوية بمجرد تحديث قاعدة الملاك إلكترونيا من خلال عمليات تحويل بين حسابات الأعضاء. وهناك إتجاه لإلغاء الشهادات وجعل جميع الأوراق المالية قابلة للإيداع والتحويل الإلكتروني وهذا بلا شك سوف يساعد على تقليل المدة اللازمة لإتمام الصفقة.

**11- تحويل المبالغ النقدية:** في نفس الوقت تقوم شركة المقاصة من خلال نظام المدفوعات الرئيسي المملوك والمدار بواسطة البنك المركزي، أو من خلال نظام مدفوعات تعاوني بين بنوك السماسرة بتحويل المبالغ النقدية المترتبة على التسوية بين حسابات السماسرة.

**12- تحديث بيانات السمسار:** في اليوم التالي يقوم السمسار بتحديث بيانات الخزينة لديه وفقا لتقرير شركة المقاصة. مع بيان تلك الأوراق المالية التي يحتاج إلى تسليمها للعملاء وتلك التي يحفظها السمسار في خزانته.

#### ثانيا: آلية تنفيذ صفقة بواسطة شبكة الأنترنت

في هذه النقطة نلقي الضوء على كيفية الدخول إلى البورصة من خلال شبكة الإنترنت، هذه الأخيرة التي توفر ثلاثة أنواع من المواقع التي تهم بشؤون البورصة:

**1- مواقع تهم بنشر دروس تعليمية توضح قواعد التعامل داخل البورصة وتوضح الأسلوب العلمي والأمثل لإتخاذ قرارات البيع والشراء وكيفية القيام بالتحليل الفني والمالي للأسهم هذه المواقع بعضها مجاني وبعضها برسوم بسيطة ومن هذه المواقع:**

<http://www.khayma.com/abdou/>

[http://islamdir.net/links\\_ar/108/110/](http://islamdir.net/links_ar/108/110/)

<http://www.geocities.com/kifou/lessons.htm>

**2- مواقع تهم بعرض أسعار الأسهم وهي متخصصة في ذلك، حيث تهم بشكل مباشر بعرض أسعار الأسهم المسجلة في البورصة بصفة دورية (يتم تحديث الأسعار كل نصف ساعة بحد أقصى) كما توجد بهذه المواقع بيانات تحليلية لكل سهم مثل أعلى سعر للسهم وأدنى سعر وعدد العمليات التي تمت عليه وعدد أوامر الشراء عليه وإجمالي قيمته وعدد أوامر البيع وإجمالي قيمتها وما إلى ذلك من المعلومات التي تفيد كثيرا المستثمرين في البورصة، ومن هذه المواقع:**

<http://fn.masrawy.com> -

<http://www.egyptianstocks.com> -

- موقع بورصة عمان <http://www.ammanstockex.com>

- موقع بورصة الكويت <http://www.kse.com.kw/sunkse/sunbody1.aspx>

- موقع بورصة البحرين <http://www.bahrainstock.com/bdsx/index.htm>

- موقع بورصة نيويورك <http://www.amex.com> / <http://finance.yahoo.com>

- موقع بورصة لندن [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

- موقع بورصة طوكيو

⑩ ④ ③ ⑩ ⑤ ⑩ ③ ⑤ ⑥ ⑨ ① ⑦ ⑩ ⑩ ③ ③ ③ ⑦ ① ① ⑦ ④ ③

**3-** المواقع التي تقدم إمكانية البيع والشراء من خلال الموقع وكل ما هو مطلوب من المستثمر أن يكون له حساب في البورصة (يتم فتح هذا الحساب لدى أي شركة سمسة وغالبا ما تكون هي نفسها صاحبة الموقع) وبذلك توفر هذه المواقع على المستثمرين عناء الذهاب إلى البورصة لمتابعة عمليات البيع والشراء مما يوفر المال والجهد. كما أتاحت هذه المواقع الإستثمار في البورصات خارج حدود دولة المستثمر فالمستثمر في الصين يستطيع التعامل في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية ولكن في هذه الحالة يجب عليه فتح الحساب في أحد البنوك العالمية وهو مطبق في جميع البورصات العالمية وبالطبع جميع هذه المواقع برسوم وليست مجانية والرسوم هنا تكون مقابل أداء الخدمات من إشترك في البورصة إلى فتح خط مباشر مع الشركة الراعية بالإضافة إلى العمولة القانونية علي عمليات الشراء والبيع وحفظ الأوراق المالية ومن أمثلة هذه المواقع: <http://www.arabfinance.com>.

لكن قبل فتح الحساب يجب مراعاة النقاط التالية<sup>1</sup>:

**1-** حقيقة السمسار الذي سوف يتم التعامل معه عبر الإنترنت من حيث مصداقية و شفافية ونزاهة تنفيذ تلك الأوامر، يجب أن يكون ذلك السمسار من بيوت السمسرة العالمية التي يكون معروف عنها السمعة الحسنة، ففي بعض الأحيان يوجد سماسرة وهميون كل ما يملكونه هو الموقع على شبكة الإنترنت وما يعطونه من أسعار يكون أيضا وهميا وبذلك يتعرض العميل لعملية إحتيال ويكتشف أن السمسار يخبره بكشف حساب إلكتروني على فترات زمنية أن حسابه يقل نتيجة للخسارة التي تعرض لها حتى نفاذ الحساب بعد 3 أيام بعد فتحه على أقصى تقدير و يرسل إليه كشف حساب حتى تبدو العملية منطقية، وأن السمسار إلتزم بقواعد العمل وأخطر العميل بالخسارة التي يتعرض لها حتى يستطيع السمسار الوهمي إقناع بعض ضحاياه الجدد من الإنضمام إليه.

**2-** التأكد من الفروق الزمنية بين إعطاء الأوامر و تنفيذها، أن تكون ضئيلة حتى لا يترتب على ذلك

<sup>1</sup> - حسام الدين محمد أسهم الأنترنت للمبتدئين من الموقع الإلكتروني: [www.islamonline.net](http://www.islamonline.net) لوحظ يوم: 2004/09/05.

خسارة.

3- معرفة أسعار الفائدة التي سوف يدفعها العميل أو يأخذها من السمسار في حالة بقاء الحساب الخاص به مفتوحاً، أي إذا لم تقفل عملية الشراء بعملية البيع والعكس، ففي بعض الأحوال تفرض أسعار فائدة باهضة على العميل إذا ظلت له بعض العمليات مفتوحة إلى فترات طويلة، و تكون أسعار الفائدة هذه بصورة مركبة مما يترتب عليه بعض الخسائر للعميل.

4- الإحتراس من الدخول الجماعي للسوق أو إتباع سياسة القطيع فهي تعد جيدة عند دخول البورصات المحلية، و لكن الأمر يختلف بالنسبة للمضاربات على الأنترنت، حيث أن هناك بعض الدول قد تقوم بعملية تصحيح لأوضاع الإقتصاد الداخلي لها، و على ذلك تقوم البنوك المركزية بعمليات بيع وشراء واسعة في ذات الوقت مما يضع السوق في وضع حرج لا يعلمه إلا صانعو السوق و الذين يتحكمون في السوق العالمية للأسهم و السندات و يعاون على ذلك بعض البنوك المركزية لتحقيق مكاسب للسمسار.

أما إجراءات فتح الحساب فإن السمسار الذي سوف يتعامل معه العميل يعلمه بها من خلال تقديم جدول الخطوات التي يمكن إيجازها في:

- ◀ تحويل المبالغ الخاصة بالعميل من العملة الوطنية إلى إحدى العملات الصعبة.
- ◀ إبرام عقد مع سمسار ينفذ الأوامر مقابل عمولات يتقاضاها.
- ◀ تتم عملية تحويل الأموال الخاصة بالعميل و المخصصة لفتح حساب من حساب العميل في أحد البنوك إلى حساب السمسار في بنك السمسار.
- ◀ يقوم السمسار بإخطار العميل بأن الأموال الخاصة بفتح الحساب قد تم فتح بها حساب لصالح العميل لدى السمسار.
- ◀ يتم بعد ذلك تنفيذ الأوامر الخاصة بالعميل من قبل السمسار مع إرسال كشف حساب دوري للعميل بقيمة و عدد أسهمه المباعة أو المشتراة و قيمة ما حققه من أرباح.
- ◀ في حالة ما إذا كان العميل يرغب في إنهاء تعاملاته مع السمسار و الإنسحاب نهائياً من الإستثمار في الأسهم عبر الأنترنت عليه إخبار السمسار بذلك حتى يتم تحويل حسابه و تصفيته لدى السمسار.

إلا أن عملية الإستثمار في الأسهم على الأنترنت لا تخلو من المخاطر التي يمكن ذكر أبرزها فيما يلي:

1 يجب على المستثمرين عبر الأنترنت الحرص دائما فمن خلال الضغط على زر قد يحصلون على أرباح كما قد يحققون خسائر.

2 يمكن تعطل جهاز الكمبيوتر، أو التزاحم على شبكة الإنترنت نتيجة وجود طلبات كثيرة على الموقع سواء بالبيع و الشراء، يعطي فرصة أقل لإتمام الصفقة، و من ثم لا يستطيع المستثمر تنفيذها، مما يترتب عليه بعض الخسائر، إضافة إلى احتمال عدم الإمكان الدخول إلى الأنترنت و عدم الحصول على تأكيد إتمام عملية الشراء أو البيع في الوقت المطلوب.

3 إن السوق تتغير بسرعة عالية جدا، لذلك فإن السعر الموجود على شاشة موقع التداول ليس بالضرورة سعر الشراء، و عليه يجب أخذ بعض الاحتياطات اللازمة كأن لا تتم المضاربة ( البيع و الشراء) بإستخدام رأس المال بالكامل، بل بنسبة منه و يكون باقي رأس المال بمثابة تأمين لإتجاهات السوق العكسية إضافة إلى معرفة المخاطر التي تنشأ في سوق يتحرك بسرعة ثم وضع خطة لجميع الاحتمالات المتوقعة للتحكم بمخاطرها.

4 إن بعض المستثمرين يتداولون الأسهم بالهامش، و يعرفون المخاطر المتضمنة، ففي السوق المتوترة يجد المستثمر الذي إشتري بدفعة هامش أولية لسهم ما نفسه مطالبا بتزويد النقد الإضافي هامش صيانة إذ إنخفض سعر السهم بعد ذلك.

5 على المستثمر أن يكون قادرا على تحمل الخسارة لأن العمليات كالتداول اليومي مثلا تتضمن مخاطر عديدة، لذا يفضل أن يكون الإستثمار للمدى الطويل و ليس لدقائق أو ساعات.

### المبحث الثاني: الأدوات المالية

تعد الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية ككل ويمكن تعريف الورقة المالية أنها " صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا " <sup>1</sup> كما يمكن تعريفها أنها " التمثيل القانوني لحاملي الورقة تجاه الشركة المصدرة لهذه الورقة و التي تخول له الحق في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول المنشأة أو هما معا " <sup>2</sup> و هذا من منطلق أن المقرض عادة يطالب المقرض بأن يترك لديه شيئاً ذا قيمة كضمان و ذلك لإسترجاع قيمة القرض على الأقل في حالة عدم قدرة المقرض على السداد، كما يمكن للمقرض أن لا يطلب ضماناً و يكون الدليل على وجود القرض ورقة يتعهد فيها المقرض بالدفع، و بنفس الصيغة تقوم الشركات بإقتراض الأموال بدون تقديم ضمان وإنما مقابل ورقة مالية تكون دليل للملكية المستثمر و تبيان لحقوقه، ويمكن لهذه الورقة المالية أن تنتقل ملكيتها بما لها من حقوق و ما عليها من شروط إلى مستثمر آخر.

وللأوراق المالية عدة أنواع يمكن تصنيفها بعدة طرق، فمن مدخل تاريخ الإستحقاق أو عمر الورقة المالية يمكن التمييز بين أوراق مالية طويلة الأجل و أخرى قصيرة الأجل، وعلى أساس ماهية الورقة المالية يمكن تصنيفها إلى ورقة مالية تمثل ملكية ( الأسهم ) و أوراق مالية تمثل مديونية ( السندات ) و هناك

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي الأوراق المالية و أسواق رأس المال منشأة المعارف الإسكندرية ( مصر ) طبعة 2002 ص 05.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق الدار الجامعية الإسكندرية ( مصر ) طبعة 2002 ص 31 .

أوراق مالية هجينة\* ( الأسهم الممتازة )، وهناك تصنيف آخر للأوراق المالية وذلك على أساس السوق الذي يتم فيه تداول تلك الأوراق.

### المطلب الأول: الأسهم

الأسهم جمع سهم و الذي له في لغتنا العربية العديد من المعاني كالنصيب، الحظ، الشيء من الأشياء، العود الذي يكون في طرفه نصل يرمى به عن القوس و القدح الذي يلعب به في الميسر، وفي القرآن الكريم قوله تعالى: " فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ " <sup>1</sup> أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين أما إصطلاحا فيعرف بأنه " صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال ، ويضمن الحق في الحصول حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم و تكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم " <sup>2</sup> كما يعرف أنه " عبارة عن ورقة مالية صادرة من طرف شركة ذات أسهم تمثيلا لحصة من رأسمالها . وتستطيع معها إصدار أنواع عديدة من الأسهم تختلف حسب الحقوق والإمتيازات التي تعطيها المؤسسة لمالك هذه الأنواع من الأسهم، مثل: حق التصويت، الحق في الأرباح الموزعة في نهاية السنة، الأولوية في التسديد" <sup>3</sup>

### أولا : القيم المختلفة للسهم

للسهم قيمة إسمية ، قيمة دفترية و أخرى سوقية حيث:

**القيمة الإسمية:** هي القيمة المنصوص عليها في عقد التأسيس و القانون النظامي للشركة، وهي التي

تظهر على قسيمة السهم، وقد يحدد القانون مبلغ معين كحد أدنى للقيمة الإسمية.

**القيمة الدفترية:** هي قيمة الأسهم حسب سجلات الشركة و هي تحسب كما يلي مجموع رأس المال

المساهم و الإحتياطات و الأرباح غير الموزعة ( أي حقوق المساهمين ) مقسوما على عدد الأسهم المصدرة.

\* - لها خصائص النوعين السابقين من الأوراق المالية .

<sup>1</sup> - الآية 141 من سورة الصافات .

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية الدار الجامعية الإسكندرية ( مصر ) طبعة 2005 ص 20 .

<sup>3</sup> - علي محي الدين القرادة داغي أثر الديون و نقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم و الصكوك و الوحدات الإستثمارية البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ص 09 .

القيمة السوقية: وهي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية لذا فهي تتميز بالتقلب حسب توقعات المتعاملون عن مدى ربحية الشركة في المستقبل، و مقدار الأرباح المتوقع توزيعها و الأحوال الاقتصادية وهذا ما يجعلها تختلف عن القيمة الإسمية و القيمة الدفترية .

### ثانياً : أنواع الأسهم

يمكن تبويب الأسهم إلى عدة أنواع و ذلك حسب مجموعة من المعايير:

#### 1 - من حيث طريقة التداول:

حسب هذا المعيار تنقسم الأسهم إلى إسمية و أسهم لحاملها:

- أ - الأسهم الإسمية: أين يقيد إسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، على أن يتم نقل الملكية بإسم المساهم الجديد عند تداول هذه الأسهم في البورصة.
- ب - الأسهم لحاملها: و هي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد إلى يد و بذلك هي تشبه و إلى حد كبير النقود فالشخص الذي يجوزها هو مالكيها، هذا النوع من الأسهم يمنح مزايا عديدة للمستثمرين كعدم الإعلان عن إسم المستثمر، سهولة التداول، إضافة إلى أنها تستخدم كوسيلة لإخفاء الثروة و التهرب الضريبي، كما أن لها بعض العيوب كعرضتها للسرقة و حملتها لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية.

#### 2 - من حيث الحقوق المكفولة:

وهنا يمكن التمييز بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة:

أ - الأسهم العادية: وهي الأصل في الأسهم، أما حملتها فيتمتعون بالحقوق التالية:

- ✓ حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة لكن بعد حصول كل من الدائنون و حملة السندات و الأسهم الممتازة على نصيبهم.
- ✓ الحق في حصة من صافي أصول الشركة عند التصفية لكن عند إستفاء الحقوق الأخرى.
- ✓ الحق في حضور الجمعية العامة للشركة و كذا مناقشة كل من تقارير مجلس الإدارة، القوائم المالية، تقرير مراقب الحسابات،...
- ✓ حق التصويت على قرارات الجمعية العامة.
- ✓ حق الترشح لمجلس الإدارة و ذلك وفقاً للنظام الأساسي للشركة.

ب - الأسهم الممتازة: وهي أسهم تتمتع بمعاملة مميزة بالمقارنة مع الأسهم العادية سواء ما تعلق

بالأرباح، ناتج التصفية و حتى التصويت، و ذلك كما يلي:

✓ فالإمتياز في الأرباح يعني أن أصحاب الأسهم الممتازة يحصلون على أرباحهم قبل إجراء أي توزيعات أرباح على حملة الأسهم العادية،  
 ✓ و أما الإمتياز في ناتج التصفية فيعني أن حملة هذا النوع من الأسهم يحصلون على نصيبهم من ناتج التصفية قبل حملة الأسهم العادية في حالة تعرض الشركة لخطر الإفلاس.

✓ " كما تمتلك أسهم هذه الطبقة لحقوق تصويت أقل أو تصل إلى نقطة الصفر، بالإضافة إلى إمكانية تحويل الكثير منها إلى أسهم عادية".<sup>1</sup>

و الأسهم الممتازة بدورها لها أنواع مختلفة فهناك الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح وغير مجمعة الأرباح، الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء وغير القابلة للإستدعاء، كما توجد الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير المشاركة في الأرباح، و الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية و أخرى غير قابلة للتحويل.

### 3 - من حيث طبيعة مقابل الوفاء بقيمتها:

إن مقابل الوفاء بقيمة الأسهم قد يكون:<sup>2</sup>

\* مبالغ نقدية.

\* حصص عينية.

\* ديون نقدية مستحقة الأداء للمكتب من قبل الشركة.

\* تحويل ما يملكه المكتب من سندات أو صكوك التمويل إلى أسهم وذلك بحسب شروط

إصدار تلك السندات أو هذه الصكوك.

\* وهناك ما يعرف بالأسهم المجانية " و هي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال

بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الإحتياطي إلى رأس المال الأصلي، و بالتالي إن هذه الأسهم تساوي

في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال و يتم توزيعها مجاناً على المساهمين، حيث أن قيمتها قد تم

تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الإحتياطي، و يكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم

من الأسهم الأصلية"<sup>3</sup>.

### ثالثاً: الأسهم المستحدثة

<sup>1</sup> - جون وايت ترجمة خالد العامري الإستثمار في السندات و الأسهم دار الفاروق للنشر و التوزيع القاهرة (مصر) طبعة 2003 ص 72.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية مرجع سبق ذكره ص 23 .

<sup>3</sup> - السيد عليوه تحليل مخاطر الإستثمار في بورصة الأوراق المالية دار الأمين طبعة 2006 ص 41،42.



إلى جانب الأسهم التقليدية ظهرت في الأسواق أنواع جديدة من الأسهم منها:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: و الجديد في هذه الأسهم أن التوزيعات لا ترتبط بالأرباح التي تحققها الشركة ككل إنما بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، هذا النوع من الأسهم أصدرته بعض الشركات الأمريكية في الثمانينات من القرن الماضي، إذ أصدرت شركة جنرال موتورز مجموعة من الأسهم ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات.
- الأسهم العادية ذات التوزيعات المحصومة: " في الثمانينات من القرن الماضي صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة"<sup>1</sup>.
- الأسهم العادية المضمونة: المستحدث في هذه الأسهم أنها تعطي لحاملها الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرتها في حالة إنخفاض قيمتها السوقية إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، فيحصل المستثمر الذي يطلق عليه في هذه الحالة (حامل الوحدة) على عدد من الصكوك يطلق عليها حقوق التعويض مقابل الأسهم المشتراة، أما الأسهم و الحقوق المقررة فتسمى الوحدات.

### المطلب الثاني: السندات

السندات جمع سند و يعني في اللغة العربية كل ما يستند إليه و يعتمد عليه، أما اصطلاحاً فقد عرفه الدكتور حسين عمر أنه " مستند قانوني بالتوقيع عليه يعترف شخص ما بإلتزامه بدفع مبلغ معين لشخص آخر مذكور في السند "<sup>2</sup> كما عرفه الدكتور محمد عبد الغفار الشريف " صك قابل للتداول يمثل قرضاً يعقد عادة بواسطة الإكتتاب العام و تصدره الشركات أو الحكومة و فروعها ويعتبر حامل سند الشركة دائناً للشركة له حق دائنيته في مواجهتها، ولا يعد شريكاً فيها على خلاف حامل السهم"<sup>3</sup>، ويرى G.SIVALINGAM أن:

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي الأوراق المالية و أسواق رأس المال مرجع سبق ذكره ص 12.

<sup>2</sup> - محمد صبري هارون أحكام الأسواق المالية مرجع سبق ذكره ص 32.

3،2،4 - المرجع السابق ص 32.

"السندات هي صكوك تمثل قروضا طويلة الأجل تصدرها الحكومات أو الشركات" <sup>1</sup> أما RASALAN فيرى أنها " الوثيقة المضمونة التي تمثل قرضا طويل الأجل تصدره الشركة و تكفل لحامله فائدة ثابتة و تدفع الشركة رأس ماله في نهاية تاريخ الإستحقاق" <sup>2</sup>

#### أولا : خصائص الإستثمار في السندات

يرى الخبراء في المجال المالي أن الاستثمار في السندات يتسم بمجموعة من الخصائص

- 1- تدفع الفائدة على السندات سواء حققت الشركة المصدرة للسندات أرباحاً أو لم تحقق.
- 2- تدفع الفائدة المستحقة على السندات بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية.
- 3- يتم تثبيت سعر الفائدة على السندات طيلة حياتها
- 4- يمكن إطفاء السندات قبل تاريخ الإستحقاق.
- 5- تتناسب الفائدة عادة تناسباً طردياً مع مدة الإستحقاق .
- 6- تسدد حقوق حاملوا السندات قبل حقوق حاملي الأسهم في حالة إفلاس الجهة المصدرة للسندات.
- 8- يمثل السند أداة دين .
- 9- السند أداة إستثمارية ثابتة الأجل .

#### ثانيا : أنواع السندات

بالإعتماد على مجموعة من الإعتبارات يمكن تقسيم السندات إلى الكثير من الأنواع:

##### 1. حسب نوع و طريقة الضمان: نميز بين:

السندات المرهونة بأصول معينة: حيث تقدم الشركة المصدرة بعض أصولها ضماناً لحقوق السندات، فإذا فشلت الشركة في مقابلة إلتزاماتها نحو حملة هذه السندات يمكن لحملة السندات بيع هذه الأصول في المزاد وتقسيم ما يتحصلون عليه مع إرجاع الفائض عن قيمة القرض إلى الشركة. السندات غير المضمونة بأصول معينة: و تسمى أيضا السندات البسيطة " وليس صحيحاً أن هذه السندات غير مضمونة بالمرّة، بل هناك ضمان يقف خلفها وهو المركز الإئتماني و القوة الإرادية للشركة المصدرة" <sup>3</sup>

##### 2. حسب طريقة السداد: تقسم إلى:

<sup>3</sup> - محمد صالح الخناوي محمد فريد الصحن تقيدة علي هلال محمد سعيد سلطان مقدمة في المال و الأعمال الدار الجامعية (مصر) طبعة 2000 ص 393 .

- سندات تسدد عند ميعاد إستحقاقها.
- سندات تسدد قبل حلول موعد إستحقاقها: فقد يحدث أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سنداتهما المصدرة قبل حلول ميعاد إستحقاقها وذلك بطريقتين رئيسيتين :  
- السداد حسب إختيار الشركة : فإما أن تقوم الشركة بشراء سنداتهما من السوق ثم إلغائها بعد ذلك؛ أو تعتمد طريقة السداد عن طريق الإستدعاء ، لكن هذه الأخيرة تلتزم وجود شرط في عقد الإصدار.  
- السداد الإجباري: وذلك عندما يحتوي عقد إصدار السندات على شرط تكوين إحتياطي الإستهلاك.
- سندات تسدد تدريجيا: أو ما يطلق عليها السندات ذات مواعيد الإستحقاق المتسلسلة، وفي هذه الحالة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبة تسدد في تواريخ إستحقاق متتالية.

### 3. حسب أجال الإستحقاق : فتكون هذه الآجال إما: قصيرة، متوسطة أو طويلة، وهناك السندات

الدائمة أي السندات التي ليس لها تاريخ إستحقاق محدد و الوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا النوع من السندات هو بيعها، كما يمكن للمنشأة التي أصدرتها شراءها من السوق مباشرة.

### 4. حسب جهة الإصدار: فتكون هذه السندات إما:

- خاصة أي صادرة عن الشركات الخاصة.
- حكومية أي صادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الأخرى.
- دولية أي صادرة عن مؤسسات و منظمات دولية.

### 5. حسب العملة التي تحرر بها السندات: يمكن أن نفرق بين:

- سندات محررة بالعملة الوطنية للجهة المصدرة.
- سندات محررة بعملات أجنبية،" وتعتبر الأسواق المالية الأوروبية أول من شهد إصدار هذه السندات، وكان ذلك في بداية العام 1963، حين قامت بعض الشركات الأمريكية بالسماح لفروعها في الدول الأوروبية لإصدار مثل هذه السندات، ولكن معظمها من النوع القابل

للإستدعاء، كما أن منها ما يصدر مقترنا بشرط خيار العملة الذي يوفر لحامل السند الحق في إختيار نوع العملة التي يحصل بها على فوائد السند وقيمه الاسمية.<sup>1</sup>

#### 6. حسب القيمة التي تصدر بها السندات: فهناك

- السندات العادية أو الصادرة بالقيمة الاسمية وهي تلك الصادرة بالقيمة المبينة عليها، القيمة التي يجب على المكتتب أن يدفعها بالكامل عند الإكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد.
- السندات ذات مكافأة الوفاء التي تصدر بأقل من القيمة الاسمية المبينة فيها، وعند الإكتتاب لا يلتزم المكتتب إلا بدفع القيمة الأولى و عند حلول أجل الإستحقاق يسترد القيمة الاسمي المذكورة فيه أما الفرق بين القيمتين فهو علاوة الوفاء.
- السندات ذات النصيب: " وهي سندات عادية تصدر بالقيمة الاسمية المبينة فيها ، وتعطي الحق في فائدة سنوية ثابتة ، تضاف إلى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجري تعيينها بطريق القرعة.<sup>2</sup>

#### 7. حسب إمكانية التداول: أي قابلية السندات للتداول

- سندات سوقية.
- سندات غير سوقية.

هذا وقد أستحدثت في الثلث الأخير من القرن العشرين أنواع جديدة من السندات لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية بصورة أو بأخرى منها :

1. سندات لا تحمل معدل كوبون: تباع هذه السندات بخصم على القيمة الاسمية على أن يقوم المستثمر بإسترداد القيمة الاسمية عند تاريخ الإستحقاق و إذا أراد المستثمر التخلص من هذه السندات قبل تاريخ إستحقاقها فإنه يمكن له بيعها بالسعر السائد في السوق.
2. سندات ذات معدل فائدة متحرك: حيث يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات، يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتناسب مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، وقد أستحدث هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم.

<sup>1</sup> - <https://www.arabfinance.com> من الموقع الإلكتروني:

<https://www.arabfinance.com/knowledgecenter/defaultdetails.aspx?id=178&lang=a&type=afeducation> للاحظ يوم: 2005/04/14

<sup>2</sup> - محمد يوسف ياسين البورصة مرجع سبق ذكره ص 46 .

3. السندات ذات الدخل: حملة هذا النوع لا يحق لهم مطالبة المنشأة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها أرباحا، إلا أنه قد ينص العقد على أن تسدد فوائد السنة التي لم تحقق فيها أرباحا من السنة اللاحقة.

4. السندات الرديئة: وتسمى أيضا "السندات متواضعة الجودة" <sup>1</sup> أستخدمت في الثمانينات من القرن الماضي لتمويل و إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق.

5. سندات المشاركة: وهي السندات التي تعطي لحاملها الحق في جزء من أرباح المنشأة إضافة إلى الفوائد الدورية.

### ثالثا: مخاطر السندات (أنظر الملحق رقم 01)

تتأثر التدفقات النقدية التي يحصل عليها حامل السند بمجموعة من العوامل منها:

1. **مخاطر أسعار الفائدة:** إن عائد السند يتأثر بالتقلب في أسعار الفائدة السائدة في السوق و إذا حدث و إرتفعت أسعار الفائدة السائدة في السوق بعد إصدار السند و كانت لحامل السند رغبة في بيعه فإنه في هذه الحالة يكون سعر البيع أقل من القيمة الإسمية للسند الأمر الذي ينجر عنه خسائر مالية يتحملها حامل السند.

"وأيضا إذا أصبحت أسعار السندات نفسها أكثر تقلبا، فإن المخاطر المقترنة بحيازة السندات تزداد ومن ثمة تصبح أصولا أقل جاذبية"<sup>2</sup>.

### 2. **مخاطر إعادة الإستثمار:** تشير مخاطر إعادة الإستثمار إلى تلك المخاطر الناجمة عن إعادة

إستثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الإسمية التي يستردها عند الإستحقاق عند سعر فائدة منخفض عن سعر الفائدة السائد في السوق وقت إصدار السند والتي على أساسها قبل المستثمر شراء السند<sup>3</sup> وكلما كان السند قابلا للإستدعاء كلما زادت مخاطر إعادة الإستثمار فغالبا ما تلجأ المنشأة المصدرة إلى هذا الإجراء عند إنخفاض أسعار الفائدة في السوق مما يؤدي إلى عدم حصول حامل السند على العوائد التي إتخذ قرار شراء السند على

<sup>1</sup> - رسمية قريبا قص أسواق المال - أسواق رأس المال - المؤسسات الدار الجامعية (مصر) طبعة 1999 ص 29.

<sup>2</sup> - محمود يونس، عبد المنعم مبارك النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2003 ص 186.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي إبراهيم سلطان جلال العبد تحليل و تقييم الأوراق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2002/2001 ص 258.

أساسها، ليس هذا فقط بل يقوم بإعادة استثمار المبلغ الذي يتحصل عليه من الإستدعاء عند سعر فائدة منخفض.

### 3. مخاطر الائتمان (مخاطر التوقف عن السداد):

تظهر هذه المخاطر عند فشل المنشأة المصدرة في مقابلة إلتزاماتها نحو حملة السندات (دفع الفائدة أو سداد قيمة الأصل عند الإستحقاق) وهذه المخاطر يمكن التنبأ بها من خلال الترتيب الذي تنشره المؤسسات المالية المتخصصة في تحديد وقياس الجدارة الائتمانية للمنشأة المصدرة للسندات.

### 4. مخاطر السيولة\* : تتعلق مخاطر السيولة بقدرة حامل السند على التخلص منه و ذلك بالبيع في أي

وقت و بسعر مناسب، و عليه كلما إنخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ إستحقاقه بسعر سوقي مناسب كلما دل ذلك على إرتفاع مخاطر سيولة السند.

### المطلب الثالث : الأدوات المالية المشتقة

كما تعرف أيضا بالمشتقات المالية أو الأوراق المالية المشتقة لأن قيمتها تشتق من سعر أو معدل أو مؤشر ما، هذا السعر أو المعدل قد يكون سعر ورقة مالية محددة، أو سعر صرف أجنبي، أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار أو عملات وجدت هذه الأدوات بغرض حماية المستثمرين من المخاطر التي يتعرضون لها من جراء التغير في أسعار الأوراق المالية من أبرز هذه الأدوات حق وق الإختيار، العقود المستقبلية وعقود المبادلة، و قد أشرنا إليها بمصطلح عقود لأنها "ليست أوراقا مالية بالمعنى التقليدي و إنما ينظر إليها باعتبارها إتفاقيات تجارية يتم التفاوض بشأنها مباشرة بين طرفين لتنفيذ عملية في وقت لاحق وفقا لما هو مجدول لها"<sup>1</sup>، فهي ليست أصولا مالية، و لا أصولا عينية و إنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تشمل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري، و يترتب عليها حقا لطرف و إلتزاما لطرف آخر.

### أولا : عقود الإختيار (أو حقوق الإختيار)

سميت بهذا الإسم لأنها تعطي مشتري العقد الحق (وليس إلتزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه و ذلك مقابل مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) كتعويض أو مكافأة، تعامل الناس بهذه العقود منذ قرون عديدة من خلال مكاتب التجار وبيوت السماسرة، و لكن من خلال أسواق غير منظمة، حيث كانت السوق تشتمل على عدد محدود من التجار و السماسرة يتبعون إتحاد تجار خيار البيع والشراء،" فكانوا يعلنون عبر الصحف المتخصصة عن إستعدادهم لإبرام الصفقات ومساعدة

\* - سيولة الورقة المالية هي القدرة على تحويلها إلى نقد قانوني في أقل وقت ممكن وبأقل التكاليف.

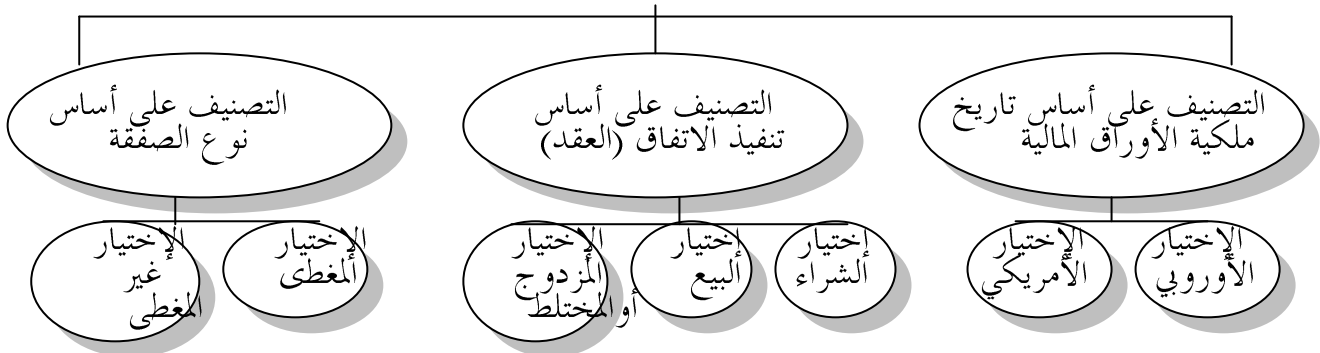
<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد رضوان المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر دار النشر للجامعات الطبعة الأولى 2005 ص 56.

الأطراف المختلفة على التفاوض والوصول إلى إتفاقات بشأن تاريخ التنفيذ وسعر التنفيذ ومقدار العمولة، وقد إستمر هذا الوضع على حاله إلى أن ظهرت أول سوق منظمة لعقود الخيارات عام 1973 في مدينة شيكاغو، أطلق عليها سوق Chicago Board Options Exchange (CBOE) بورصة شيكاغو. عملت هذه السوق على إدخال تعديلات جوهرية على أسس التعامل في السوق غير المنظمة ، بحيث أصبح التعامل بالخيارات أكثر سهولة وسرعة، مما يعني تحسين سيولة الخيار<sup>1</sup> وكانت بورصة شيكاغو قد بدأت بخيارات الأسهم لخمس وعشرين شركة فقط ، ثم ما لبثت أن إزدادت إلى أكثر من خمسمائة شركة، ولتتضمن على أسواق الأسهم والأوراق المالية والعملات والمعادن الثمينة وبقية السلع الرئيسية، أما أوروبا فقد عرفتها عام 1978.

يمكن تقسيم حقوق الإختيار كما يلي:

### شكل رقم (1-5) أنواع حقوق الإختيار

#### أنواع حق الإختيار



المصدر : - محمد صالح الحناوي إبراهيم سلطان جلال العبد تحليل و تقييم الأوراق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2002/2001 ص 347 .

- حق الإختيار الأوروبي: وفيه يكون حامل حق الخيار مقيدا بتلريخ محدد هو آخر مدة الخيار ، ولا

<sup>1</sup> - كمال توفيق خطاب نحو سوق مالية إسلامية من الموقع الإلكتروني <http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Markets/44.doc> لوظح يوم: 2005/05/12.

يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ.

- حق الإختيار الأمريكي: هو الذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محددة، وبسعر محدد مسبقاً، ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار فهو ليس محصوراً بتاريخ محدد وإنما خلال فترة محددة أو مجال زمني معين.

- حق إختيار الشراء: يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الإختيار) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الإختيار وهي ما يعرف بالعمولة، أي أن هذا الخيار يعطي المشتري الحق في تنفيذ الشراء أو إلغائه خلال فترة محددة أما البائع فلا يجوز له التراجع عن الصفقة مادام قد قبض ثمن الخيار فالمشتري حصل على الأمان ضد انخفاض قيمة الصفقة، والبائع حصل على العمولة الإضافية لقيمة الصفقة وقت العقد إذا ما أتم المشتري الشراء.

- حق إختيار البيع: يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الإختيار) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الإختيار، أي أن مشتري هذا الحق هو صاحب الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى وأنه يرغب بيعها، ولكنه يخشى هبوط أسعارها، فيقوم بشراء حق خيار البيع إذا ما كان السعر مرجحاً له، ويكون بالخيار وليس عليه إجبار، أما قابض ثمن الخيار، وهو الذي سيقوم بشراء الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى إذا ما قرر الطرف الأول ذلك، فهو مجبر على الشراء خلال الفترة المتفق عليها لأنه قبض ثمن الخيار.

جدول رقم (1-2): مقارنة بين خيار البيع و خيار الشراء

العقد	نوع الخيار	خيار شراء	خيار بيع
المشتري أو المالك		1- حق شراء أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- ملزم بدفع مكافأة أو مقابلاً للحصول على الخيار. 3- تتحقق الأرباح من إرتفاع أسعار السهم. 4- الربح غير محدد النطاق . 5- الخسارة محددة النطاق .	1- حق بيع أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- ملزم بدفع مكافأة أو مقابلاً للحصول على الخيار. 3- تتحقق الأرباح من إنخفاض أسعار السهم. 4- الربح غير محدد النطاق . 5- الخسارة محددة النطاق .
البائع		1- ملزم ببيع الأسهم في تاريخ التنفيذ . 2- له الحق في الحصول على مكافأة . 3- تتحقق الأرباح من ثبات أو إنخفاض أسعار السهم . 4- الربح محدد النطاق .	1- ملزم بشراء الأسهم في تاريخ التنفيذ . 2- له الحق في الحصول على مكافأة . 3- تتحقق الأرباح من ثبات أو إرتفاع أسعار السهم . 4- الربح محدد النطاق .



المصدر: عبد الغفار حنفي البورصات المكتب العربي الحديث (مصر) طبعة 1995 ص 383.

- الإختيار المغطى: هو حق إختيار شراء أو بيع أو هما معا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

- الإختيار غير المغطى: هو حق إختيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

عقد حق الإختيار له سبعة أركان هي:

1- مشتري الحق: وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الإختيار سواء كان حق إختيار بيع أو شراء، هذا الشخص له الحرية في تنفيذ أو عدم تنفيذ الإتفاق مقابل مكافأة يدفعها للطرف الثاني الذي هو محرر حق الإختيار.

2- محرر الحق: و هو الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق مقابل مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.

3- سعر التنفيذ: وهو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد.

4- السعر السوقي: و هو سعر الورقة المالية في تاريخ الإنتهاء أو ممارسة الإتفاق.

5- تاريخ التنفيذ: هو تاريخ الإتفاق أو أول يوم لسريان العقد.

6- تاريخ الإنتهاء: هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، فيكون آخر يوم متفق عليه في حالة الإختيار الأوروبي، و أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد و تاريخ إنتهاء العقد في الإختيار الأمريكي.

7- المكافأة: وهي مبلغ متفق عليه يدفعه مشتري حق الإختيار إلى محرر الحق.

ثانيا: العقود المستقبلية

وهي إتفاق بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتر بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ

لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه و دفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق. و للعقود المستقبلية خمسة أركان هي:

1- السعر في المستقبل: وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقد لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

2- تاريخ التسليم أو التسوية: و هو التاريخ الذي يتفق عليه الطرفين في العقد لإتمام عملية التبادل.

3- محل العقد: وهو الشيء المتفق على بيعه أو شراؤه بين طرفي العقد.

4- مشتري العقد: هو الطرف المتلزم باستلام الشيء محل العقد مقابل دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني في التاريخ المحدد في المستقبل.

5- بائع العقد: وهو الطرف المتلزم بتسليم الشيء محل العقد مقابل الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول في التاريخ المحدد في المستقبل.

تتكون بورصة المستقبلات من عدة أعضاء، هم ممثلون عن شركات سمسة رئيسية بنوك ومؤسسات استثمارية وبعض المتعاملين المستقلين، ولا بد من ترخيص لكل من تجار المستقبلات بالعمولة، ووسطاء أو سماسة القاعة من قبل هيئة التعامل بالمستقبلات.

ويوجد لكل بورصة مستقبلات مؤسسة تسوية أو تقاص، تقوم بضمان كل عقد يتم تداوله داخل البورصة، بما يحافظ على المصداقية المالية للبورصة، ويقوم مشتري وبائع العقد المستقبلي بالإتفاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة ويكون سعر المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشتري رؤية كل البائعين على كل سعر، إن الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيقا لمعظم المستقبلات المالية، يستثنى من ذلك مستقبلات العملة. وتتغير الأسعار عادة وفقا لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبلات، وذلك من خلال أحد السماسرة (تجار المستقبلات بالعمولة) والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبلات، ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبلات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.

وتعتبر العقود الآجلة أول صورة من صور هذه العقود المستقبلية، تلك العقود التي ظهرت لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على إحتياجاتها من الحبوب من مصر ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية وكذلك البترول و النحاس وغيرها من المعادن، وتعتبر سوق شيكاغو التي نشأت عام 1848 أول سوق منظمة للعقود المستقبلية.

والعقود المستقبلية تتميز بما يلي:

- يتم تداولها في أسواق منظمة.
- لها شروط وبنود نمطية لا تتغير من عقد لآخر.
- تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوت للتسوية وذلك لضمان تنفيذ الصفقات.
- التعامل في العقود المستقبلية يتطلب القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السماسرة بالإضافة إلى إجراء

تسوية يومية للسعر.

أما أوجه الشبه والاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبليات<sup>1</sup>:

- 1 - العقود الآجلة والعقود المستقبلية من حيث أنها تتعلق بتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد سلفاً، إلا أنها تختلف فيما بينها في عدة أمور:
- 1 - العقود الآجلة تحدد شروطها باتفاق وتراضي الطرفين أما المستقبلية فإنها عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها وتواريخ التسليم.
- 2 - العقود الآجلة تتم بين طرفين البائع والمشتري أما المستقبلية فإنها تكون بين ثلاثة أطراف بين مؤسسة التقاص والبائع ومؤسسة التقاص والمشتري.
- 3 - في العقود الآجلة يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد، أما المستقبلية فيتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
- 4 - في العقود الآجلة تتم تسوية العقد في تاريخ التسليم أو الإستحقاق أما المستقبلية فيمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الإستحقاق.
- 5 - في العقود الآجلة يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم أما المستقبلية فيتحقق الربح أو الخسارة يومياً عند إرتفاع أو إنخفاض الأسعار.

### جدول رقم (1-3): الاختلاف بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية و يتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.	نمطية و تتداول في سوق منظمة و هي البورصة.
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابت خلال فترة العقد، و يتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد.	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، و هذا يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات الشيء محل العقد، و لذلك فإن تسوية نقدية فعلية سوف تحدث بين البائع و المشتري إستجابة لملاحظات التحركات السوقية في أسعار العقد.
تسليم الأصل محل التعاقد: فتتضمن كل من العقود الآجلة و العقود المستقبلية شروط و مواصفات للتسليم	يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة	لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل أو الشيء موضوع العقد، وفي حقيقة الأمر فإن نسبة لا تتجاوز 2% من العقود

<sup>1</sup> - كمال توفيق حطاب نحو سوق مالية إسلامية مرجع سبق ذكره.

<p>المتداولة يتم إنهاؤها بالتسليم.</p> <p>يتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، و لذلك فإن العقود المستقبلية يترتب عليها تدفقات نقدية قصيرة الأجل، حيث يتطلب الأمر إيداع هامش (مبلغ من المال) لكل من المشتري و البائع، وهذا الهامش سوف يعكس التحركات السعرية للأصل موضوع العقد، فمع كل تغير في السعر يحقق أحد أطراف العقد مكسب يضاف للهامش و يجوز سحبه، و يحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.</p>	<p>لا يتم مراقبة التحركات السوقية بصورة يومية و لذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد متطلبات هامش مبدئي.</p>	<p>تسوية المكاسب و الخسائر لأطراف العقد</p>
<p>* غرفة المقاصة تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له و أيضا كل بائع تكون هي المشتري منه.</p>	<p>* نوايا أطراف العقد و الملاءة التي يتمتعون بها.</p> <p>* عادة ما تبرم هذه العقود ما بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية و أحد عملائها ( شركة، ...).</p> <p>* لا يمكن تصفية العقد قبل إستحقاقه إلا لدى طرفيه و بموافقتها.</p>	<p>ضمانات تنفيذ الإلتزامات الواردة في العقد</p>
<p>* تنطوي على مخاطرة إئتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة.</p> <p>* تكون أكثر سيولة من العقود الآجلة، فأى طرف إذا رغب في تصفية موقفه في أي يوم يستطيع أن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي، فإذا كان قد دخل كمشتري في العقد يستطيع أن يصفي مركزه بالدخول كبائع في عقد مماثل و العكس صحيح.</p>	<p>* مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد.</p> <p>* سهولة الإستخدام.</p>	<p>المزايا</p>

<p>* لأن العقود نمطية و محددة الشروط بواسطة البورصة لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد.</p>	<p>* يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر إئتمان و التي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته. * أقل سيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الخروج من العقد إلا بإيجاد آخر يحل محله و يقبله الطرف الآخر.</p>	
---	---	--

المصدر: طارق عبد العال حماد المشتقات المالية (المفاهيم، المخاطر، المحاسبة). الدار الجامعية الإسكندرية (مصر) طبعة 2001 ص 112، 113، 114.

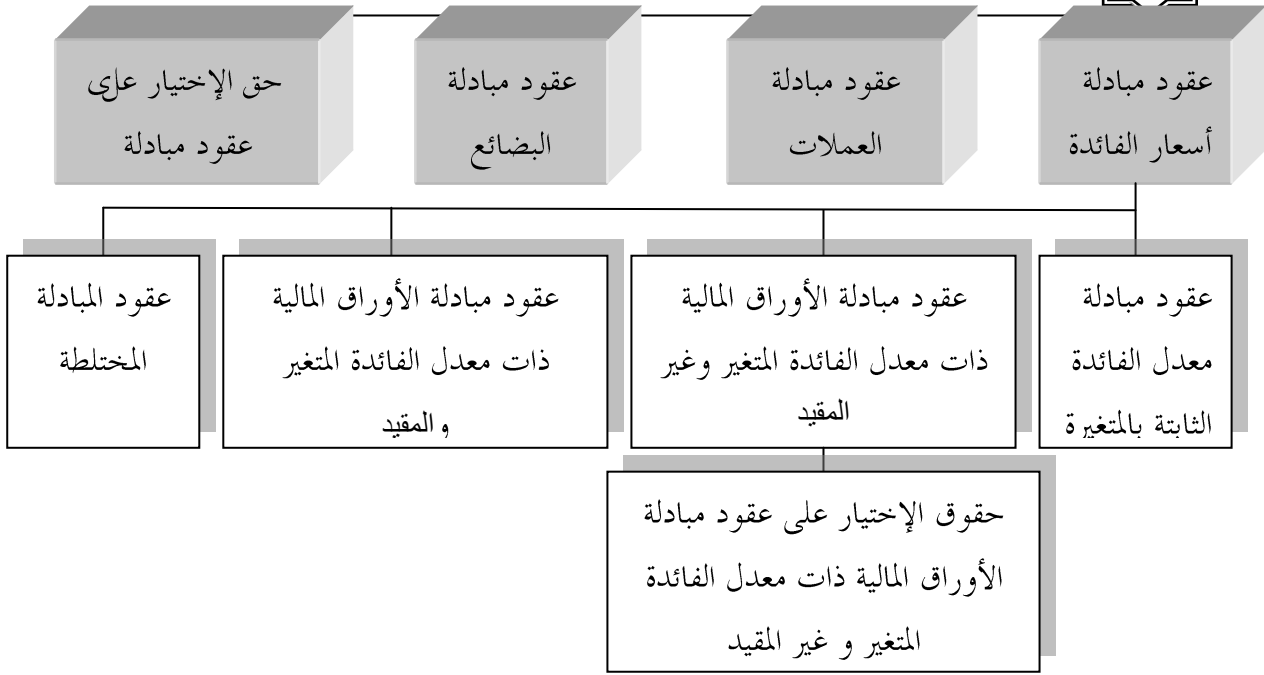
### ثالثا: عقود المبادلة

وهي عبارة عن سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ أي أن تسوية الأرباح و الخسائر لاتتم يوميا مثل العقود المستقبلية، بل عند تنفيذ عملية المبادلة و جدد لتغطية مخاطر تغير سعر الفائدة. لهذا العقد ستة أركان هي:

- 1- **دافع الفائدة الثابتة:** و هو الطرف الأول في العقد، أو مشتري العقد و الذي يقوم بدفع الفائدة الثابتة مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، و يقوم بذلك بهدف التحوط ضد مخاطر إرتفاع معدلات الفائدة.
- 2- **دافع الفائدة المتغيرة:** الطرف الثاني لعقد المبادلة، أو محرر العقد و الذي يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة بهدف التحوط ضد مخاطر إنخفاض معدلات الفائدة.
- 3- **معدل الفائدة الثابتة:** و هو معدل الفائدة في العقد والذي يحصل عليه المحرر مقابل أن يدفع للمشتري معدل الفائدة المتغير.
- 4- **معدل الفائدة المتغير:** وهو معدل الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، و من أكثر معدلات الفائدة المتغيرة المستخدمة في عقود المبادلة هو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي (libor (London inter-bank offering rate).
- 5- **التسوية:** و التي لاتتم يوميا بل على أساس دوري متفق عليه، شهري، ربع سنوي، نصف سنوي، ..

6- **قيمة عقد المبادلة:** و هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة. وعقود المبادلة يمكن أن تتخذ أشكالا عديدة بينها المخطط الموالي:

شكل (1-6) : أنواع عقود المبادلة



المصدر : - محمد صالح الحناوي إبراهيم سلطان جلال العبد تحليل و تقييم الأوراق المالية مرجع سبق ذكره ص 402 .

**1- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة:** أين يبرم العقد بين المحرر و المشتري على أساس معدل فائدة ثابت معين و فترات تسوية محددة، و عند تاريخ التسوية يتم مقارنة معدل الفائدة الثابت في العقد بمعدل الفائدة المتغير في السوق، فإذا حدث وأصبح معدل الفائدة المتغير أقل من معدل الفائدة الثابت في العقد أي صدقت توقعات المحرر، فإن هذا الأخير يحصل على الفرق من المشتري، وإذا حدث العكس و صدقت توقعات المشتري و إرتفعت معدلات الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابت في العقد فإن المشتري سيحصل على الفرق من المحرر.

**2- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد:** هذه العقود تشبه إلى حد ما حقوق الإختيار حيث يكون معدل الفائدة على الورقة المالية بمثابة سعر التنفيذ، يعقد المشتري هذا النوع من العقود إذا توقع إرتفاع معدلات الفائدة المتغيرة، عند تاريخ التسوية يتم مقارنة معدل الفائدة الثابت في الورقة المالية بمعدل الفائدة المتغير في السوق، فإذا حدث وأصبح معدل الفائدة المتغير أقل من معدل الفائدة الثابت في العقد أي صدقت توقعات المحرر فإن هذا الأخير سيحصل على مكافأة يدفعها المشتري، وإذا حدث العكس و صدقت توقعات المشتري و إرتفعت معدلات الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابت فإن المشتري سيحصل على الفرق من المحرر.

**3- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير و المقيد:** وهي الأوراق التي يتغير معدل الفائدة عليها بين حد أدنى و حد أعلى، يعقد المشتري هذا النوع من العقود إذا توقع إنخفاض معدلات

الفائدة المتغيرة عن الحد الأدنى لمعدل الفائدة على الورقة المالية، عند تاريخ التسوية يتم مقارنة الحد الأدنى لمعدل الفائدة على الورقة المالية بمعدل الفائدة المتغير في السوق، فإذا حدث وأصبح معدل الفائدة المتغير أقل من الحد الأدنى لمعدل الفائدة على الورقة المالية أي صدقت توقعات المشتري فإن هذا الأخير سيحصل على الفرق من المحرر، وإذا حدث العكس و صدقت توقعات المحرر فإن هذا الأخير سيحصل على مكافأة من المشتري.

4- عقود المبادلة المختلطة: حيث يتم شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد و بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و مقيد، عند تاريخ التسوية يتم مقارنة معدلات الفائدة و عليه إذا كان معدل الفائدة المتغير أقل من الحد الأدنى لمعدل الفائدة على الورقة المالية ذات معدل الفائدة المتغير و المقيد فإن المشتري يدفع الفرق للمحرر، و إذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى من معدل الفائدة على الورقة المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد فإن المشتري يحصل على الفرق من المحرر و إذا أخذ معدل الفائدة المتغير قيمة بين قيمة معدل الفائدة على الورقة المالية ذات معدل الفائدة المتغير و المقيد و قيمة معدل الفائدة على الورقة المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد فإنه لا توجد أي مدفوعات.

إلا أن استخدام المشتقات قد يعرض المستثمرين إلى عدد من المخاطر وهي<sup>1</sup>:

- 1- مخاطر الائتمان.
- 2- مخاطر السوق مثل تغير أسعار المشتقات
- 3- مخاطر التسوية.
- 4- مخاطر العمليات الناجمة عن عدم السيطرة.
- 5- مخاطر السيولة.

<sup>1</sup> - [www.kantakji.org](http://www.kantakji.org) معايير المحاسبة عن المشتقات المالية و أنشطة التحوط من الموقع الإلكتروني: <http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Accountancy/33222.doc> لوحظ يوم: 2007/01/23.

### المبحث الثالث: شروط نجاح أسواق الأوراق المالية ، وظائفها الاقتصادية،

#### ومعايير قياس نشاطها

لعل أهم ما يدعوا الدول لتبني وإقامة بورصات الأوراق المالية هو الدور المهم الذي تؤديه هذه الأسواق في الحياة الاقتصادية إذا ما توفرت لها البيئة المناسبة، وسنحاول فيما يلي حصر أهم الشروط اللازمة لنجاح بورصات الأوراق المالية و مختلف الوظائف التي يمكن أن تقوم بها هذه الأسواق إضافة إلى مجموعة من المعايير يمكن بواسطتها تقييم مدى فعالية بورصة الأوراق المالية في تأدية المهام المنوطة بها، وفي الوقت نفسه نعرض بعض السليبات التي نسبها إليها فئة من الإقتصاديين.

### المطلب الأول: مقومات نجاح بورصات الأوراق المالية و العراقيل التي يمكن أن

#### تواجهها

إن إقامة بورصة للأوراق المالية في بلد ما يتطلب توفير مقومات النجاح لتلك السوق وإحاطتها بالضمانات اللازمة من النواحي القانونية والتنظيمية والإدارية لتفادي العقبات التي تعترض عملية تطويرها الأمر الذي يساعد في إنجاح مسيرة السوق وقيامها لدورها بفاعلية، والمقصود بالنجاح ليس زيادة أحجام التداول أو ارتفاع الأسعار، بل قيام السوق بواجبها، وهو توفير السيولة للمستثمرين. ولذلك يشترط لنجاح أي بورصة للأوراق المالية توفير مجموعة من المقومات والشروط منها ما هو عام أي يرتبط بإقتصاد الدولة بصفة عامة ومنها ما هو خاص أي يتعلق بورصة الأوراق المالية في حد ذاته.



أولاً : الشروط العامة

وهي الشروط التي تتعلق بالحيط الإقتصادي العام الذي تتواجد فيه بورصة الأوراق المالية ومن ذلك:

- وجود نظام إقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في إنمائها والحصول على أكبر عائد ممكن، ومن غير الممكن تصور قيام أو اعتماد بورصة للأوراق المالية في ظل سيادة الدولة على الإقتصاد وتحميش أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الخوصصة أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأسمالها للعمال أو للمواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، وفتح رؤوس أموالها أمام المدخرين، الأمر الذي سيؤدي - في حالة اعتمادها - تلقائيا إلى تنشيط عملية الإدخار الذي يفضي بدوره إلى إقامة سوق البورصة.
- الإستقرار السياسي و الإقتصادي وذلك من خلال "توافر فلسفة إقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الإيمان بالحرية الإقتصادية كمنهج عمل، وبالدور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، ومدى الرغبة لدى رسمي السياسات الإقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره، بإعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات والفوائد الخاصة ونقلها إلى أوجه الإستخدام لعملية الإنتاج"<sup>1</sup>.

- وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة و الإقتصاد الوطني.
- وجود عملة وطنية قوية تتمتع بجد معقول من إستقرار قيمتها.
- مستوى من الدخل يعطي الأفراد القدرة على الإدخار.
- توافر الوعي الإستثماري و الثقافة البورصية لدى الأفراد.
- وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم و فعال لما له من دور بالغ الأهمية في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض و أصحاب العجز في التمويل.
- كما يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة في العالم على ما توفره الحكومة من رعاية و حماية لهذا السوق، و يتم ذلك عن طريق:

\* وجود تشريعات قانونية واضحة صريحة وقوية تشجع قيام ظاهرة السمسرة والوساطة والوكالات لضمان التصريف والتجديد والإبتكار وزيادة ثقة المستثمرين بالأوراق المالية المتداولة.

<sup>1</sup> - جريدة الوطن مقومات نجاح أسواق الأوراق المالية من الموقع الإلكتروني <http://www.alwatan.com/graphics/2003/07/jul/19.7/heads/et10.htm> لوحظ يوم 2005/07/07.

\* "وضع التشريعات و التنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية، على أن تكون هذه التشريعات متفقة مع خصائص و طبيعة المجتمع من الناحية الإقتصادية و الإجتماعية لحماية المستثمرين و الإقتصاد القومي.

\* ضرورة توفير مؤسسات متخصصة في تحليل البيانات المالية و الإستثمارية.

\* فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة للشركات بهدف التأثير على حركة التعامل في سوق الأوراق المالية.

\* وجود نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من إستخدامها للإختيار بين البدائل<sup>1</sup>.

### ثانيا: الشروط الخاصة

ويمكن إيجازها في ثلاث شروط أساسية:

1- شرط الذرية ■ ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧ ⑨ ⑩ ⑪ ⑫ ⑬ ⑭ ⑮ ⑯ ⑰ ⑱ ⑲ ⑳ ㉑ ㉒ ㉓ ㉔ ㉕ ㉖ ㉗ ㉘ ㉙ ㉚ ㉛ ㉜ ㉝ ㉞ ㉟ ㊀ ㊁ ㊂ ㊃ ㊄ ㊅ ㊆ ㊇ ㊈ ㊉ ㊊ ㊋ ㊌ ㊍ ㊎ ㊏ ㊐ ㊑ ㊒ ㊓ ㊔ ㊕ ㊖ ㊗ ㊘ ㊙ ㊚ ㊛ ㊜ ㊝ ㊞ ㊟ ㊠ ㊡ ㊢ ㊣ ㊤ ㊦ ㊧ ㊨ ㊩ ㊪ ㊫ ㊬ ㊭ ㊮ ㊯ ㊰ ㊱ ㊲ ㊳ ㊴ ㊵ ㊶ ㊷ ㊸ ㊹ ㊺ ㊻ ㊼ ㊽ ㊾ ㊿ ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧ ⑨ ⑩ ⑪ ⑫ ⑬ ⑭ ⑮ ⑯ ⑰ ⑱ ⑲ ⑳ ㉑ ㉒ ㉓ ㉔ ㉕ ㉖ ㉗ ㉘ ㉙ ㉚ ㉛ ㉜ ㉝ ㉞ ㉟ ㊀ ㊁ ㊂ ㊃ ㊄ ㊅ ㊆ ㊇ ㊈ ㊉ ㊊ ㊋ ㊌ ㊍ ㊎ ㊏ ㊐ ㊑ ㊒ ㊓ ㊔ ㊕ ㊖ ㊗ ㊘ ㊙ ㊚ ㊛ ㊜ ㊝ ㊞ ㊟ ㊠ ㊡ ㊢ ㊣ ㊤ ㊦ ㊧ ㊨ ㊩ ㊪ ㊫ ㊬ ㊭ ㊮ ㊯ ㊰ ㊱ ㊲ ㊳ ㊴ ㊵ ㊶ ㊷ ㊸ ㊹ ㊺ ㊻ ㊼ ㊽ ㊾ ㊿

بورصة الأوراق المالية أكثر تنافسية وبالتالي أكثر قدرة على جذب الإيدخار وهي:

\* مبدأ تعايش قسمي السوق: فكلاهما مهم و لازم للآخر ومكمل له، فالسوق الأولية هي المرحلة

الأولى في نشاط البورصة حيث تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية و طرحها للإكتتاب في البورصة وبالتالي تحصل على الأموال اللازمة لتمويل المشروعات أو التوسع في المشاريع القائمة، أما المرحلة التالية فتتم في السوق الثانية، السوق التي تسمح للمكتتبين في السوق الأولى بتغطية إحتياجاتهم من السيولة.

\* مبدأ تعدد المتدخلين: فوجود عدد كافي من المتدخلين سواء كانوا بائعين أو مشتريين، عارضين أو طالبين، يوفر لبورصة الأوراق المالية حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال لها.

\* مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: من أجل تقليص المخاطر.

□ شرط السيولة fluidité: " يقصد بها مجموعة الخصائص التي إذا توفرت في سوق ما جعلت من

الممكن سهولة تسويق الأوراق المالية فيه"<sup>2</sup> و هو شرط يهدف إلى ضمان فعالية سير بورصة الأوراق المالية عن طريق مجموعة من المبادئ:

\* مبدأ حرية الدخول و الخروج: أي سهولة الدخول والخروج من و إلى السوق دون مضايقات أو

حواجز.

<sup>1</sup> - محمد الصيرفي البورصات دار الفكر الجامعي الإسكندرية (القاهرة) الطبعة الأولى 2006 ص 36، 37.

<sup>2</sup> - محمود صبح التحليل المالي و الإقتصادي للأسواق المالية البيان للطباعة و النشر الطبعة الثالثة 2000 ص 140.

\* مبدأ حرية الإستثمار: بعدم التمييز بين المستثمرين، أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق تسري على الجميع دون تمييز.

\* مبدأ عدم إستقرار رأس المال: لضمان سيولة الإدخار للمستثمرين لأجل طويل، وكذا حرية تنقل رؤوس الأموال.

\* مبدأ الإستقرارية: فتتأثر أسعار الأوراق المالية بنوعين من المخاطر، مخاطر خاصة بالمؤسسة يمكن تقليصها أو الحد منها عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعنية، ومخاطر منظومية ناجمة عن عدم إستقرارية محيط بورصة الأوراق المالية من جميع النواحي السياسية، الإقتصادية، الإجتماعية و الثقافية (أنظر الملحق 02).

3- شرط الشفافية: فيجب أن تتوفر للمدخر كافة المعلومات الدقيقة و الصادقة التي يمكن الوصول إليها في أي لحظة لجميع المستثمرين، توفر هذه المعلومات يكون عن طريق النشرات الرسمية للبورصة وكذا الملصقات التي تكون مجانية على حساب البورصة الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون آخر و يدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين.

- كما يجب فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة أو إخفاء معلومات ضرورية.

ويمكن إضافة شروط أخرى تتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية:

- كوجود إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام ولها القدرة على إتخاذ القرارات في الوقت المناسب.

- وكذا وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات والتغيرات المالية و الإقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية ويعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية و يمنع التلاعب أو الإستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم وبين الوسطاء.

### ثالثا : العراقيل التي تواجه بورصة الأوراق المالية

قد تواجه بورصات الأوراق المالية بعض العراقيل فتعيق تطورها وتحد من قدرتها على القيام بدورها الرئيسي في الإقتصاد مثل:

- نقص الوعي الإدخاري والإستثماري لدى المواطنين.

- عزوف المستثمرين عن الإستثمار في بورصة الأوراق المالية.

- نقص المعلومات والبيانات المالية الأمر الذي يجعل عملية الإستثمار في الأوراق المالية محفوفة بالمخاطر.

- ضعف الإطار الرقابي والإشرافي على عمليات السوق.

- ضعف إدارة الشركات المدرجة في السوق.

- ضعف الأداء الإقتصادي للدولة وعدم تمتعها بالأمن والإستقرار.
- قلة الأدوات المالية المتاحة.

### المطلب الثاني : الوظائف الإقتصادية لبورصة الأوراق المالية

"لسوق الأوراق المالية أربعة وظائف أساسية : الوظيفة التمويلية، وظيفة الثمين أو التسعير، الوظيفة التوزيعية ووظيفة المعرفة و الشفافية"<sup>1</sup>

#### أولاً: الوظيفة التمويلية:

فتقوم سوق الأوراق المالية بمايلي:

(1) تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد القومي، حيث تشجع بورصة الأوراق المالية على تنمية عادة الإدخار الإستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم أي أن سوق الأوراق المالية تقوم بتجميع المدخرات الصغيرة التي كانت أموال عاطلة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في الإستثمارات الأكثر إنتاجية وبتزايد عمليات الإدخار والاستثمار في المجتمع يؤدي ذلك حتما إلى تسارع معدلات النمو الإقتصادي.

(2) الحد من التضخم عن طريق التقليل من الوساطة البنكية لتمويل الإستثمارات أي التمويل التضخمي و اللجوء بدلا من ذلك إلى التمويل من خلال البورصة على إعتبار أن كل عملية إقراض تقوم بها البنوك هي عملية إشتقاق للنقود.

(3) المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين)، فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الإستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال إستحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقرضون بإستخدام تلك الأموال المقرضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقرضين بل لكل فئات المجتمع فهي إذن مكان للتمويل بالنسبة لأحدهم ومكان للإدخار بالنسبة للآخر.

(4) المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في بورصة الأوراق المالية حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى

<sup>1</sup> - مصطفى رشدي شيحة الإقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية (مصر) طبعة 1998 ص 413.

الإقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

(5) إضافة إلى تمويل العجز الموازي فإن هناك سبب آخر يدفع الحكومات إلى دخول بورصة الأوراق المالية ألا وهو محاولتها لضبط الكتلة النقدية من خلال آلية السوق المفتوحة التي تعني "إمكانية لجوء البنك المركزي إلى السوق المالية و/أو النقدية بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية و الذهب و العملات الأجنبية وكذا السندات العمومية و أذونات الخزينة رغبة منه في ضخ السيولة أو إمتصاصها"<sup>1</sup>، فتدخل بائعة في حالة الإنتهاج لسياسة نقدية تقشفية عند معالجة التضخم مثلاً، و مشترياً في حالة إتباع سياسة نقدية توسعية.

(6) توجيه الإستثمار، بعبارة أخرى فإن بورصة الأوراق المالية تساهم في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وإزدهار إقتصادي، لكن هذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في بورصة الأوراق المالية، يمكن إنجازها فيما يلي:

(أ) كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

(ب) كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقص حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

(ج) عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

(د) الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.

### ثانياً : وظيفة الثمين أو التسعير

(1) تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة. حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايدة والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الإقتصادية من نشر لكافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية؛ وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية.

<sup>1</sup> - عبد المجيد قدي المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية ديوان المطبوعات الجامعية (الجزائر) طبعة 2003 ص 90 .

(2) إن بورصة الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

(3) كونها أداة شفافة في سبيل تبني نظام الخصوصية، حيث تكشف بمجرد اعتمادها والإنخراط فيها الوضعية الحقيقية، الاجتماعية والمالية والإدارية بكل مؤسسة، فواقع البورصة يعكس الحالة الصحية لإقتصاد الدولة المعنية.

### ثالثا: الوظيفة التوزيعية

- 1 . تؤمن البورصة سوقا مستمرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة مما يعني إتاحة الفرصة للمستثمر لأن يبيع أوراق مالية فورا، و بأسعار لا تختلف إلا قليلا عن أسعار البيع السابقة، وميزة السيولة هذه تشجع المستثمرين على اختلاف أنواعهم على الإقدام على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية سواء من السوق الأولي أو من السوق الثانوي.
- 2 . يشجع وجود البورصة بنوك الإستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية في السوق الأولي، معرفتهم والمستثمرين الذين يتعاملون معهم بوجود السوق الثانية.
- 3 . إن وجود بورصة أوراق مالية نشيطة وذات كفاءة عالية يجعل الإصدارات الجديدة في السوق الأولي أكثر قابلية للتسويق، مما يخفف من خطر ضمان هذه الإصدارات.

### رابعا : وظيفة المعرفة و الشفافية<sup>1</sup>:

- 1 . تلزم قوانين بورصات الأوراق المالية الشركات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها، مما يوفر للمستثمرين المعلومات الآنية والدقيقة لإتخاذ قرارات الإستثمار.
- 2 . تراقب إدارات أسواق الرأسمال عمليات التداول في ردهات البورصة أو على شاشات الكومبيوتر لضمان التداول العادل في السوق والحيلولة دون حدوث أي تلاعب في الأسعار. طبعاً الهدف الأساسي هو حماية المستثمرين، خاصة الصغار منهم.

<sup>1</sup> - محمد أمين عزت الميداني تطوير أسواق الرأسمال في سورية من الموقع الإلكتروني

[http://www.mafhoum.com/syr/articles\\_02/midani/midani.htm](http://www.mafhoum.com/syr/articles_02/midani/midani.htm)

19 فيفري 2002 جمعية العلوم الاقتصادية السورية .

3. إذ أن ميزات السيولة والرقابة على الأداء والإفصاح والأمانة في التداول التي يجب أن توفرها البورصات حتما تشجع المستثمرين على الإقدام على توظيف إدخاراتهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة، مما يوفر لهذه الشركات رأسمال الملكية ويخفض تكاليف التمويل بالأسهم.

### المطلب الثالث : سلبيات إقامة سوق الأوراق المالية ، معايير قياس نشاطها ومدى قيامها بوظائفها

إذا لم تتوفر بيئة الأعمال المناسبة لقيام سوق الأوراق المالية بوظائفها فإنها ستتحول إلى نقمة على إقتصاد البلد وذلك من خلال ما يمكن أن تعود به من سلبيات، و لمعرفة مستوى نشاط البورصة ومدى قيامها بمهامها يتم بحساب مجموعة من المؤشرات وهو ما سنتطرق إليه من خلال هذا المطلب.

#### أولا : سلبيات إقامة سوق الأوراق المالية

على الرغم من الدور الكبير الذي تقوم به البورصة والكثير من الإيجابيات التي تعود بها على الإقتصاد الوطني، فإن هناك مجموعة من الإقتصاديين يرون عدة جوانب سلبية فيها نذكر منها ما يلي:

1 - المخاطر المتعلقة بالتقلبات والمضاربة فهناك من يرى أنها مكان للمضاربة الضارة والغش والتلاعب والربح السريع والإفلاس السريع وذلك نظرا لتنوع وتعدد أدوات وأشكال وأساليب التعامل في البورصة وتباين وجهات النظر تجاهها بسبب إختلاف وتفاوت درجة التطور المالي والوعي البورصي لدى المواطنين، وهنا تجدر الإشارة أن المستثمرين في البورصة ثلاثة أنواع<sup>1</sup>:

"المستثمر الحقيقي: يهتم بالإستثمار طويل الأجل و متوسط الأجل ويقيي الأسهم في حيازته لمدة طويلة، يهتم أكثر بتحقيق الأرباح التي تخصصها الشركات للأسهم، ويقوم بإستخدام أدوات التحليل المالي وبالتالي يحدد هدفه عند شراء الأسهم بدافع الإستثمار.

المضارب: يهتم أساسا بالعائد الفجائي و السريع الذي يتحقق من إرتفاع أسعار السهم في الأجل القصير ولا يحتفظ بالأسهم إلا لفترة قصيرة فيرصد و يتابع عوامل بيع وشراء الأسهم ولا يهتم بنوع السهم ولكن يهتم بالمكسب الرأسمالي المتحقق في الأجل القصير.

<sup>1</sup> - محسن أحمد الحضيري كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة مرجع سبق ذكره ص 53.

المقامر(المغامر): يهتم بتحقيق مكاسب فورية كبيرة بشكل طفرات، ولديه إستعداد لتحمل مخاطرة عالية جدا بشكل كامل، يتعامل في السوق بشكل فوري بل إنه يبيع و يشتري ذات الأسهم في ذات اليوم، ويعمل بشكل عشوائي دون خطة ولكن وفقا لإتجاه أسعار الأسهم و بشكل لحظي و فوري".

2 - الآثار الناجمة عن التدفق العكسي لرؤوس الأموال حيث يمكن إسناد أسباب خروج رؤوس الأموال إلى:

- \* حالة ما إذا كانت التدفقات مؤقتة من نوع الأموال الساخنة: وهذا النوع من التدفقات (الأموال الساخنة) يكون الدافع إلى إجتذابه عادة، إما وجود إختلالات في السوق أو خطأ في السياسات يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية. وتحاول السلطات الإقتصادية في كثير من البلدان النامية عدم تشجيع الأموال الساخنة إما بمحاولة إزالة العيوب التي تشجعها، أو عن طريق السيطرة على الآثار الجانبية لتدفق رؤوس الأموال بشتى أشكال التدخلات الحكومية.
- \* حالة خروج رؤوس الأموال بسبب حدوث تطورات سياسية غير متوقعة.
- 3 - مشاكل متعلقة ببعض الأفكار والمنطلقات الدينية التي ترى في نشاط البورصة نشاطا غير مشروع.
- 4 - وكما تدر سوق الأوراق المالية على المؤسسة المتواجدة فيها بمجموعة من المزايا كالنمو و الإزدهار، وكذا تحقيق بعض الأهداف التي تعتبر أساسية في إطار إستراتيجية النمو المسطرة، فإن الإلضمام إلى هذه السوق قد يعود كذلك ببعض المساوىء، نذكر من بينها:<sup>1</sup>
- "\* خضوع المؤسسة للرقابة المستمرة من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة، و تقيدها الصارم لتزويد المساهمين المتعاملين بكل المعلومات المقررة في قوانين البورصة مع الحرص و التأكد من صحة هذه المعلومات.

\* كون المؤسسة مدرجة في البورصة يمكن أن يؤدي في بعض الحالات إلى إهتبار سمعتها في السوق و إنخفاض أسعار أوراقها المالية، و بالتالي تراجع الجمهور عن شراء هذه الأوراق وذلك في حالة ما إذا مرت المؤسسة بأي ظرف طارئ غير مجدي يُلطخ سمعتها.

\* تولد عملية الدخول إلى البورصة تكاليف إضافية بالنسبة للمؤسسة، يمكن ذكر على سبيل المثال: المصاريف المتعلقة بإجراءات الدخول، المصاريف الخاصة بالإعلام، المصاريف المتعلقة بالوثائق الرسمية الواجب تقديمها للمساهمين.... الخ".

ثانيا: معايير قياس نشاط سوق الأوراق المالية

<sup>1</sup> - لعبادي نسيمه فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد مع دراسة حالة الجزائر رسالة مقدمة في إطار نيل شهادة الماجستير علوم اقتصادية ، فرع النقود و المالية جامعة الجزائر 2003-2004 ص 71 .



إن القيام بالوظائف التي ذكرت آنفا يختلف من دولة إلى أخرى ومن بورصة إلى أخرى في إطار البلد الواحد، لذلك تستخدم مجموعة من المعايير لقياس مستوى نشاط البورصة ومدى تأديتها لمهامها، نذكر في مايلي أهم هذه المعايير.

- **معدل دوران الأسهم:** يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع معين للتعرف على نشاط هذا السهم أو تلك الأسهم مقابل أسهم المجموعة كلها في سوق التداول خلال فترة معينة ، ويتم حساب هذا المعدل على النحو التالي:

$$= 100 \times \frac{\text{عدد الاسهم المتداولة خلال فترة زمنية معينة}}{\text{إجمالي عدد الأسهم المسجلة بالبورصة خلال نفس الفترة}}$$

- **نسبة الدخل قبل الضريبة إلى القيمة السوقية للأسهم:** تسمى هذه النسبة أيضا، نسبة ربحية رأس المال السوقية، تحسب هذه النسبة بقسمة صافي دخل الشركة قبل خصم الضرائب على الدخل وقسمته على

القيمة السوقية للسهم السائدة في البورصة على النحو التالي:

$$= 100 \times \frac{\text{صافي الدخل قبل خصم الضرائب}}{\text{القيمة السهوية للأسهم القائمة}}$$

حيث تتم مقارنة الدخل الذي يحققه السهم بالنسبة للمداخيل التي تحققها الأسهم الأخرى للمشروعات المختلفة وبالتالي توضيح الصورة أمام المستثمرين لإتخاذ قراراتهم سواء بالبيع أو الشراء لهذا السهم ، أو الإستمرار في حيازة هذه الأسهم.

- **مؤشر مضاعف سعر السهم على مستوى القطاعات و على مستوى السوق :** يفيد هذا المؤشر في معرفة القيمة الحقيقية لأسهم القطاعات المختلفة في سوق التداول، يمكن إستخراجه على قطاع معين كما يلي:

$$= 100 \times \frac{\text{إجمالي السعر السوقى لكافة الاسهم في قطاع معين}}{\text{إجمالي العائد الذي تحققه هذه الأسهم}}$$

أو على مستوى السوق كما يلي :

$$= 100 \times \frac{\text{إجمالي العائد لكافة الاسهم المسجلة في البورصة}}{\text{إجمالي العائد الذي تحققه هذه الأسهم}}$$

- مؤشر مدى التعامل: يقيس عدد أيام التعامل خلال مدة معينة (أسبوع، شهر، سنة) لمعرفة مدى كفاءة و إنتظام أعمال البورصة.
- إجمالي حجم التعامل: أي حجم المعاملات التي تمت على الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة.
- توزيعات حجم التعامل على مستوى القطاعات: يبين هذا المؤشر المعاملات التي تمت على الأوراق المالية لقطاع معين أو لنشاط محدد من الأنشطة التي طرحت شركاتها أسهم مقيدة في البورصة.
- نسبة عدد الشركات التي يتم التعامل على أوراقها المالية خلال مدة معينة إلى مجموع الشركات المقيدة في البورصة: هذه النسبة تظهر حجم الأوراق النشطة إلى إجمالي الأوراق المقيدة بالبورصة، ومن ثم يتبين مقدار الأوراق المالية الساكنة أو الخاملة التي لا يجري عليها أي تعامل أو تداول.
- تطور نمو إجمالي عدد الأسهم المقيدة: وهو من المؤشرات التي توضح حجم السوق و معدل نموه و بالتالي معرفة إتجاه هذا النمو وإمكانيات تطور السوق، و يحسب كما يلي:

$$= 100 \times \frac{\text{عدد الاسهم في نهاية العام}}{\text{عدد الأسهم في بداية العام}}$$

- تطور إجمالي رؤوس أموال الشركات المقيدة بالبورصة: يستخرج هذا المؤشر كما يلي:

$$= \frac{\text{إجمالي رؤوس الاموال في بداية الفترة}}{\text{عدد الشركات}} + \frac{\text{إجمالي رؤوس الاموال في نهاية الفترة}}{\text{عدد الشركات}}$$

مقارنة القيمة السوقية للأوراق التي تم التعامل عليها خلال فترة زمنية معينة بالقيمة الاسمية لنفس الأوراق:

يحسب هذا المؤشر من خلال النسبة التالية:

$$= 100 \times \frac{\text{القيمة السوقية للأوراق التي تم التعامل عليها خلال العام}}{\text{القيمة الإسمية لهذه الأوراق}}$$

يستخدم هذا المؤشر لإظهار التطور الذي إكتسبته القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة وفي الوقت نفسه مقدار الثقة سواء في السوق نفسها ومدى إستقرارها و كفاءتها، أو الشركات التي أصدرت هذه الأوراق.

- مؤشر المتوسط اليومي لكمية الأوراق التي تم التعامل عليها و عدد العمليات التي تمت على كل ورقة مالية: يحدد هذا المؤشر من خلال نسبتين:

$$\text{مؤشر المتوسط اليومي لكمية الأوراق} = \frac{\text{عدد الاوراق التي تم التعامل عليه}}{\text{عدد أيام التعامل}}$$

$$\text{متوسط عدد العمليات} = \frac{\text{عدد العمليات التي تمت}}{\text{عدد الأوراق التي تم التعامل عليها}}$$

- تحليل حجم معاملات البنوك و العملاء الآخرين: يحسب هذا المؤشر من جهة لإظهار حجم المعاملات التي تقوم بها البنوك ( و كذا شركات التأمين و صناديق الإستثمار) التي تتميز بخبرتها العالية وإمكاناتها، ومن جهة أخرى حجم معاملات الأفراد العاديين كما يلي:

$$= 100 \times \frac{\text{حجم معاملات البنوك}}{\text{إجمالي حجم المعاملات}}$$

$$= 100 \times \frac{\text{حجم معاملات الافراد}}{\text{إجمالي حجم المعاملات}}$$

- مقارنة سعر إقفال الشهر لكل ورقة مالية بسعر إقفال نفس الورقة الشهر الماضي: حيث أن هذه المقارنة تساعد في معرفة التطور الذي طرأ على الورقة المالية وذلك بحساب النسبة التالية:

$$= 100 \times \frac{\text{سعر إقفال الشهر للورقة المالية}}{\text{سعر إقفال الشهر الماضي لنفس الورقة المالية}}$$

- تحليل الأوراق المالية التي إرتفع سعرها في السوق وتلك التي إنخفض سعرها و التي لم يطرأ على سعرها أي تغيير خلال العام، و ذلك للوقوف عند:
- \* العوامل التي أدت إلى تغيير الأسعار سواء بالزيادة أو النقصان.
- \* العوامل التي أدت إلى تجميد السعر و ثبوته بالنسبة للأوراق التي لم يطرأ عليها أي تغيير.
- عادة ما يتم مقارنة رسملة البورصة ( قيمة الأوراق المالية المدرجة في البورصة ) مع مؤشرات أخرى كمجموع الإستثمارات الوطنية، حجم الناتج الداخلي الإجمالي عدد التدخلات، و رسملة عدد من الشركات الكبيرة المدرجة بهذه السوق وهو ما يعرف أيضا بتركز السوق و تحسب هذه النسب كما يلي:

$$\text{رسملة البورصة} \div \text{الناتج الداخلي الإجمالي} = \dots \text{ معرفة مدى حضور الثقافة البورصية للشعب.}$$

$$\text{رسملة البورصة} \div \text{الإستثمارات الوطنية} = \dots \text{ تعطي فكرة عن مدى مشاركة البورصة في تمويل المشاريع.}$$

كما يوجد نوع آخر من المؤشرات، تلك الخاصة بالسعر و في هذه الحالة يعرف المؤشر على أنه: " رقم إحصائي يقيس كلا من مستوى واتجاه الأسعار الخاصة بالأوراق المالية المتداولة في السوق كالأسهم والسندات"<sup>1</sup> ومن أشهر مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية ما يلي:

\* **مؤشر Dow Jones<sup>2</sup>:**

عمر هذا المؤشر يزيد عن 106 سنوات وهو أقدم مؤشر لقياس أسعار الأوراق المالية و تطوراتها وإتجاهاتها، يقيس تطور أسعار أكثر من 30% من الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وقد سمي

<sup>1</sup> - محمد شريف بشير صنع المؤشر و قواعد قراءته من الموقع الإلكتروني: <http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/08/article05B.shtml>

بتاريخ 2004/08/18.

<sup>2</sup> - موقعه على شبكة الأنترنت هو: [www.dawjones.com](http://www.dawjones.com)

بهذا الإسم نسبة إلى "تشارلز داود" و "إدوارد جونز" مؤسسي جريدة "الوول ستريت جورنال"، هذا المؤشر يقيس ثلاث مجموعات من الأسهم:

- مجموعة الشركات الصناعية، عددها 30 وهي من أكبر الشركات الصناعية الأمريكية مثل "جنرال موتورز" و "كوداك".

- مجموعة شركات النقل و عددها 20، أهمها شركة الطيران t.w.a.

- مجموعة شركات المرافق الكبرى كالغاز و الكهرباء و عددها 15 شركة.

#### \* مؤشر S&P 500<sup>1</sup>:

يقيس هذا الأخير الأداء الاستثماري للأفراد و الجماعات و يحتوي على أوراق 500 شركة متنوعة ما بين الصناعة و خدمات النقل و البنوك و التأمين حيث تمثل 80 % من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.

#### \* مؤشر Nasdaq<sup>2</sup>:

وهو مؤشر<sup>3</sup> في الولايات المتحدة الأمريكية يغطي الشركات ذات الطابع التكنولوجي مثل صناعة الكمبيوتر و الإنترنت و برامج الكمبيوتر وأشباه الموصلات وغيرها.

#### \* مؤشر CAC:

هو مؤشر بورصة باريس، يقيس التغيير في السوق و يحسب طبقاً لأسهم 244 شركة و يمثل 85 % من بورصة باريس، إضافة لهذا المؤشر يوجد في بورصة باريس مؤشرات أخرى مثل: "SBF120- SBF80- SBF250- MIDCAC- cac40"<sup>4</sup>.

#### \* مؤشر Financial Times:

هو مؤشر بورصة لندن، و يعتبر من أشهر المؤشرات في العالم، يقيس التغيير في متوسطات قيمة الأسهم لـ 30 شركة كبرى صناعية و تجارية التي تقود السوق.

<sup>1</sup> - موقعه على شبكة الأنترنت هو: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

<sup>2</sup> - [www.indexsignal.com](http://www.indexsignal.com) دروس في البورصة من الموقع الإلكتروني [www.indexsignal.com/lessons1.htm](http://www.indexsignal.com/lessons1.htm) لوحظ يوم: 2006/02/27.

<sup>3</sup> - موقعه على شبكة الأنترنت هو: [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com).

<sup>4</sup> - Juliette Pilverdier le marché boursier economica (paris) 2<sup>e</sup> édition 2002 p 25.

\* مؤشر NIKKEI:

هو من المؤشرات الرئيسية في بورصة طوكيو، يحتوي على أوراق مالية لـ 225 شركة تمثل 70 % من الشركات الكبرى في سوق طوكيو.

\* مؤشر DAX:

هو مؤشر في بورصة ألمانيا، يحتوي على أوراق 30 شركة قوية. و الجدول الموالي يبين المؤشرات المالية لبعض الأسواق الناشئة:

جدول رقم (1-4): بعض مؤشرات الأسواق الناشئة

سنغافورة	OCBC Index
كوريا الجنوبية	KCS Index
تايلاند	SET Index
تايبوان	TSE Index
هونغ كونج	HANA SANG Index
إندونيسيا	JSE Index
ماليزيا	KLSE Index

المصدر: المعهد العربي للتخطيط بالكويت أسواق الأوراق المالية من الموقع الإلكتروني: [www.arab-api.org/course9/c9\\_4\\_6.htm](http://www.arab-api.org/course9/c9_4_6.htm) لوحظ يوم: 2006/02/27.

لإحتساب و بناء مؤشرات الأسعار ثلاث خطوات رئيسية يجب إتباعها هي:

1- إختيار عينة ملائمة: و الملائمة هنا تكون من حيث ثلاث نقاط،أولا الملائمة من حيث الحجم إذ كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيل لواقع السوق، ثانيا الملائمة من حيث الإتساع أي مدى تغطية العينة لمختلف قطاعات السوق، و ثالثا الملائمة من حيث المصدر و المقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر فيجب أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.

2- تحديد الأوزان النسبية لمفردات العينة: و المقصود به القيمة النسبية للسهم داخل العينة، و هناك ثلاث مداخل لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل العينة:

\* مدخل الوزن على أساس السعر: حيث يتحدد وزن كل سهم على أساس النسبة:

$$= 100 \times \frac{\text{سعر السهم}}{\text{مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر}}$$

\* مدخل الأوزان المتساوية: أي إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر حيث:

القيم المتساوية = السعر × كمية وهمية (تعرف أيضا بجزء من السهم)

و الكمية الوهمية هي مقلوب السعر.

\* مدخل الأوزان حسب القيمة: فيعطى وزن للسهم حسب القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم لكل

شركة ممثلة في المؤشر.

**3- تحديد طريقة حساب المؤشر:** و نعني بها الكيفية التي يحسب على أساسها المؤشر، فهناك مؤشرات

تحسب على أساس الأرقام القياسية أي مقارنة قيمتين لفترتين مختلفتين مع وضع إحدهما كسنة أساس،

و هناك مؤشرات تحسب على أساس المتوسط، إما المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي.

إن المؤشرات السابقة يعطي صورة واضحة عن مستوى البورصة ومدى تأثيرها و أهميتها بالنسبة

للإقتصاد ، فهي تفيد كافة المتعاملين في البورصة كذا مختلف مراكز إتخاذ القرار في أي بلد، و ذلك

راجع لأهمية إستخدامها و الدور الكبير الذي تؤديه، كتعريف المستثمرين و الخبراء بالحركة الكلية

للسوق لتسهيل عملية إتخاذ القرار الإستثماري الكفاء و مدهم بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية

عن السوق، و خاصة التقييم الحقيقي للإستثمارات من خلال مقارنة السلاسل الزمنية و إستنباط العبرة

الإقتصادية منها، و من الملاحظ أيضا أن هذه المؤشرات تختلف من بورصة إلى أخرى و ذلك يعود من

جهة إلى إختلاف الشركات المدرجة في هذه البورصات، و من جهة أخرى لإختلاف المستخدمين لها

وكذا طرق حسابها.

### المبحث الرابع: البورصات الناشئة

عرفت بورصات الأوراق المالية تطورات عميقة و سريعة في الكثير من الدول النامية، كفتح أسواقها وتحريرها من القيود، وكذا إستيعاب المستجندات من الأدوات المالية و السعي إلى زيادة قدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية وجذب الإستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية ، وهو الأمر الذي ترتب عليه ظهور ما يسمى بـ " البورصات الناشئة " هذا المصطلح الذي أستعمل لأول مرة في سنة 1981، ومن خلال هذا المبحث سندرس البورصات الناشئة بالتطرق إلى مفهومها، خصائصها، مخاطرها و سبل مواجهتها.

### المطلب الأول: مفهوم البورصات الناشئة

لتحديد مفهوم البورصات الناشئة إرتأينا التعرض إلى تعريفها ، مواطنها و تطورها وذلك كما يلي:

#### أولاً: تعريف البورصات الناشئة

لقد أستخدم مصطلح الأسواق الناشئة لأول مرة كما سبق ذكره عام 1981 من قبل خبراء مؤسسة التمويل الدولية IFC\* وذلك للدلالة على مجموعة من الأسواق المالية وهي أسواق الدول الأقل تقدماً في العالم، فورد في التعريف "بأنها أسواق في الدول منخفضة و متوسطة النمو، وبدأت عمليات التغير والنمو في الحجم و التعقد و تتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو و التقدم"<sup>1</sup>، و إذا حاولنا تحليل المصطلح الذي جاء به خبراء مؤسسة التمويل الدولية نجد أن:

\* - إختصار لـ : international financial corporation

<sup>1</sup> Tanya Hiebler Emerging Markets Explained à partir du site d'I nternet:

[http://www.infoplease.com/finance/tips/money/moneyman\\_112299.html](http://www.infoplease.com/finance/tips/money/moneyman_112299.html). Consulté le 07/10/2006 .



- كلمة سوق تعني أهما يجب أن تتوفر على شروط و هيكل بورصة متطورة تسمح للأعوان بالإستمرار وعليه فإن الأسواق الصغيرة التي تتميز بضعف نشاطها هي مستثناة من هذا التصنيف.
  - أما لفظ الناشئة فيشير إلى "أنه يوجد شيء من التغيير بصدد الحدوث و أن السوق المعني ينمو من حيث الحجم و جودة الأدوات ، مقارنة بسوق آخر أقل من حيث الحجم و النشاط ولا يوجد بوادر أي تغيير"<sup>1</sup> و من ناحية أخرى يمكن لنا إعتبار سوق ناشئ أي سوق للأوراق المالية في الدول النامية أو الناشئة • .
- وحسب شركة standard and poor تصنف البورصات كناشئة إذا توفر فيها أحد الشرطين التاليين على الأقل:
- أن تكون تنتمي لإقتصاد ذو دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.
  - أن يكون رأس مال السوق القابل للإستثمار منخفض مقارنة بالنتائج المحلي الخام حيث يعرف رأس المال القابل للإستثمار "برأس مال السوق بعد خصم رأس مال الشركات التي لا يسمح للأجانب بالإستثمار فيها"<sup>2</sup> .
- بالنسبة للمعيار الأول فإنه و لغاية 1995 كان تعريف standard and poor يعتمد على تصنيف البنك الدولي للإقتصاديات المتوسطة و الضعيفة الدخل إلا أن هذه الطريقة أثبتت عدم نجاعتها لعدد من الأسباب وهي:
- أن الإعتماد على الدولار لحساب الناتج المحلي الخام يجعله متذبذبا تبعا لتقلبات سعر الصرف .
  - تحضير الإحصائيات الخاصة بالناتج المحلي الخام تتطلب الكثير من الوقت و لذلك فإن نشرها يأتي متأخرا.
- وعليه تم إعتقاد طريقة أخرى تتمثل في مقارنة نصيب الفرد من الناتج المحلي الخام خلال الثلاث سنوات الأخيرة بالعتبة التي يحددها البنك الدولي وكي يعتبر السوق ناشئا يكفي أن يكون نصيب الفرد من الناتج المحلي الخام خلال الثلاث سنوات الأخيرة أقل من العتبة.

<sup>1</sup> - قاسم شاوش لمياء الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية فرع نقود مالية و بنوك جامعة سعد دحلب بالبيدة أكتوبر 2005 ص 75 .

• - الدول التي يقل فيها نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام عن 10000 دولار ، أو هي الدول التي تقع خارج منطقة الدول الخمسة عشر أو مجموعة دول منظمة التعاون و التنمية الإقتصادية OCDE .

<sup>2</sup> - زيطاري سامية ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة (حالة أسواق الأوراق المالية العربية) أطروحة مقدمة لنيل دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية فرع القياس الإقتصادي جامعة الجزائر 2004 ص 45 .

أما المعيار الثاني فمن الملاحظ أنه يركز على مدى إنفتاح البورصة على الإستثمارات الأجنبية، وكلما وضعت السوق حدودا للإستثمار كالقيود على الإستثمار الأجنبي، ومراقبة رأس المال، أو كان هناك تدخل للحكومة في الشركات المدرجة في السوق، أو وجدت تشريعات تقيد نشاط السوق وخاصة الإستثمار الأجنبي كان هذا كافيا ليتم إعتبار البورصة ناشئة.

وحسب ما سبق يمكننا إعتبار سوق ناشئ أي سوق للأوراق المالية توفر فيه أحد المعيارين التاليين:

- تواجد هذه البورصة في إقتصاد نام.
- أو إذا كان السوق نفسه بصدد النمو.

وعليه كل البورصات تمر بمرحلة البورصة الناشئة في بداية تطورها، ومن ذلك أعتبرت البورصة الأمريكية ناشئة في بداية القرن الماضي و كذا السوق الياباني الذي أعتبر كذلك في الستينات و بداية السبعينات من القرن الماضي.

#### ثانيا: مواطن البورصات الناشئة

حسب مؤسسة التمويل الدولية فإن عدد البورصات الناشئة قد بلغ 32 سوقا بإنهاء عام 1998 منها 10 بورصات في شرق وجنوب شرق آسيا، 7 في أمريكا اللاتينية و 15 سوقا في أفريقيا و أوروبا و الشرق الأوسط و تطور عددها " فهناك أكثر من 41 بورصة من بينها ما يقع في الدول التالية: الأرجنتين، بتسوانا، البرازيل، الشيلي، الصين، كولومبيا، كرواتيا، جمهورية التشيك، الإكوادور، مصر، اليونان، المجر، الهند، إندونيسيا، إسرائيل، جمايكا، الأردن، كينيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، المكسيك، المغرب، باكستان، الفلبين، بولونيا، روسيا، جمهورية سلوفاكيا، جنوب إفريقيا، سريلانكا، تايوان، تايلاند، تركيا، فترويلا، زمبابوي"<sup>1</sup> (أنظر الملحق رقم 03).

#### ثالثا: مراحل تطور البورصات الناشئة

تتدرج بورصات الأوراق المالية للدول النامية بعدة مراحل خلال تطورها مع الأخذ بعين الإعتبار أن مدة كل مرحلة تختلف من بوصة لأخرى و هذا راجع إلى التباين في مقومات البيئة الإقتصادية و التمويلية في الدول النامية، ويمكن إيجاز مميزات بورصات الأوراق المالية الناشئة عند هذه المراحل فيما يلي:

#### 1 - المرحلة الأولى:

➤ قلة عدد الشركات المسجلة.

<sup>1</sup> - Tanya Hiebler Emerging Markets Explained référence précitée.

- انخفاض عدد الأسهم مع تعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار.
- ارتفاع درجة التركيز.
- انخفاض السيولة.

## 2 - المرحلة الثانية:

- يرتفع مستوى السيولة.
- تنوع الأسهم .
- البدء في تطوير اللوائح التنظيمية.
- البدء في جذب المستثمر الأجنبي.

## 3 - المرحلة الثالثة:

- تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل و حجم الأسهم المصدرة.
- تزداد حركة التداول.
- قد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى إستحداث وسائل لحماية الإستثمار في الأوراق المالية.

## 4 - المرحلة الرابعة:

- تصبح البورصات أكثر نضجا حيث ترتفع فيها بدرجة كبيرة السيولة و أنشطة المتاجرة.
- يزداد إتساع البورصة.
- تنخفض علاوة المخاطر للأوراق المالية.
- تعتبر بورصات الأوراق المالية مؤشرا للحالة الإقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في إقتصاد الدولة.

## المطلب الثاني: خصائص البورصات الناشئة

تختلف بورصات الأوراق المالية الناشئة من دولة نامية إلى أخرى سواء من حيث عدد الشركات المسجلة، القيمة السوقية للأسهم، القدرة على تجميع رأس المال من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي وذلك لإختلاف مقومات البيئة الإقتصادية و التمويلية في هذه الدول و التي تتمثل مكوناتها فيما يلي <sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - عمر صقر العولمة و قضايا إقتصادية معاصرة الدار الجامعية (مصر) طبعة 2003/2002 ص 106 .

- ✓ دور وحجم القطاع الخاص.
  - ✓ قدرة المستثمرين الأجانب على الوصول للسوق.
  - ✓ دور مصادر التمويل البديلة.
  - ✓ الوضع المؤسسي والإشراف والإفصاح والترتيبات القائمة.
  - ✓ الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يحكم الإستثمار المحلي والأجنبي.
- بالإضافة إلى تدفق المعلومات و متطلبات الإفصاح ومعايير المحاسبة و المراجعة، مع وجود مؤسسات إئتمانية و تمارس دورا هاما في تطور و نمو هذه الأسواق.
- ومع ذلك تشترك هذه الأسواق في مجموعة من الخصائص أهمها:
- قد إستفادت معظمها من برامج مساعدة من البورصات الغربية حتى أن بعض الدول صاحبة الأسواق الناشئة كانت تستعين بمكاتب إستثمارات خاصة لتقوم بتنظيم و تشغيل هذه الأسواق ومن هذه الهيئات:<sup>1</sup>
- مكتب كوبرز وليبران (cooper's et Lybrand) و بمساعدة المجموعة الكندية المعروفة بـ Canadian financial market solution group أهم المستشارين لإنشاء البورصة بتشيكوسلوفاكية سابقا.
- بعض البنوك الغربية: قد لعبت دور المستشار في إستراتيجية السلطات العمومية بخصوص طريقة الخصخصة و إعادة فتح البورصات الخاصة في البلدان التي تنتمي إلى مجموعة الدول المستقلة.
- شركة البورصات الفرنسية و إرادة منها لتقديم معرفتها و مشاركة منها لتطوير البورصات المحلية كذلك، فإنها قد إلتزمت وفي إطار عقود ثنائية بين فرنسا و كل دولة مستفيدة، بتقديم الإعانات اللازمة لكل من بورصات فرسوفيا، يراق، فيلنيوس و كياف.
- وقد أمضى Chicago board of trade اتفقا مع بورصة فرسوفيا من أجل مساعدتها في إنشاء سوق جديدة تختص بالمشتقات.
- أيضا تتميز هذه البورصات بالنمو السريع وتدخل المستثمرين الأجانب حيث زادت القيمة السوقية للأسهم المتداولة بها خلال الفترة من عام 1983 و حتى 1993 من حوالي 100 مليار دولار إلى حوالي 1000 مليار دولار، أي أنها نمت بما يقرب من 10 أضعاف، في حين أن القيمة السوقية للأسهم في الأسواق الصناعية قد زادت خلال الفترة نفسها بنحو ثلاث أضعاف

<sup>1</sup> - محمد براق بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية الإقتصادية مرجع سبق ذكره ص 290.

- فقط ، وترجع الزيادة الهائلة في القيمة السوقية للأسهم في البورصات الناشئة إلى الزيادة في الأسعار، بالإضافة إلى الإصدارات الجديدة، فأشار تقرير unictad نشر في 2001 فيما يخص إستقطاب هذه الدول إلى الإستثمار الأجنبي فقد بقيت عند مستواها عام 2000 كما كانت عليه عام 1999، إذ بلغت نحو 190 مليار دولار لكن حصة هذه الدول من إجمالي تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر الدولية تراجعت إلى 17% علما بأن هذا التراجع مستمر منذ 1997، وسجل التراجع الأكبر في الأرجنتين (بانخفاض قيمته 15 مليار دولار) فيما سجل تزايد في تدفقات الإستثمار الأجنبي في مصر وتونس في إفريقيا، المكسيك و فترويلا في أمريكا اللاتينية وماليزيا و تايوان في آسيا، وبقيت التدفقات على حالها بالنسبة للصين و البرازيل.
- كما أنها أسواق تتميز بصغر حجمها ومن مظاهر ذلك ، محدودية المؤسسات المدرجة و كذا ضالة حجم رسملتها و تركزها الشديد .
  - إرتفاع معدلات المردود مع إمكانيات وجود درجة مخاطرة عالية .

### المطلب الثاني: مخاطر البورصات الناشئة وسبل مواجهتها

رغم الدور المهم الذي تقوم به هذه البورصات في عملية التنمية الإقتصادية إلا أنها تصحب معها مجموعة من المخاطر و المشاكل التي تؤثر سلبا على إقتصاديات الدول النامية وفي ما يلي نبرز أهمها مع السبل المقترحة لمواجهتها.

#### أولا: مخاطر البورصات الناشئة

تتعلق هذه المخاطر خاصة بالتدفق العكسي الذي ينجم عن الإستثمار في محفظة الأوراق المالية و مايمكن أن يسببه من تقلبات شديدة في سعر الصرف الأجنبي و أسعار الفائدة أو كليهما ، وإذا ما عجز البنك المركزي في مواجهة إنخفاض مستوى الإحتياطيات الأجنبية و إستقرار سعر الصرف فسوف يستمر التأثير إلى الخلل في ميزان المدفوعات بسبب إنخفاض أسعار السلع التصديرية و إرتفاع أسعار السلع المستوردة ، كما قد يترتب عن إنخفاض سعر الصرف تحويل المستثمرين الأجانب لأموالهم خارج البلاد فيقومون ببيع ما في حوزتهم من أسهم محلية و شراء العملات الأجنبية مما ينجر عنه إنخفاض في أسعار الأسهم.

إن التأثير الذي يسببه التدفق العكسي للأموال يتوقف على درجة الإحلال بين الأصول المالية الأجنبية و المحلية وفيما إذا كان سعر الصرف ثابت أو معوم، والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول رقم (1-5) : أثر التدفق العكسي للأموال

سعر صرف معوم	سعر صرف ثابت	
<p>- زيادة في سعر الصرف الأجنبي .</p>	<p>- إنخفاض في أسعار الأسهم المحلية . - إنخفاض سعر العملة المحلية . - للحفاظ على سعر العملة المحلية من الإنخفاض الناتج عن تدفق رأس المال للخارج تتدخل الدولة في سوق الصرف الأجنبي لشراء عملتها ، الأمر الذي ينجم عنه إنخفاض حجم الإحتياجات الدولية كمكون من مكونات القاعدة النقدية ، مما يترتب عليه تقلص عرض النقود و إرتفاع أسعار الفائدة المحلية .</p>	<p>الأصول المالية الأجنبية بديل كامل للأصول المحلية</p>
<p>- يكون الإرتفاع في سعر الصرف و أسعار الفائدة أقل - يدفع التدخل الشديد للدولة للإقتراب من نظام أسعار الصرف الثابتة ، و التدخل الطفيف يؤدي إلى الإقتراب من أسعار الصرف المرنة .</p>	<p>- إرتفاع أقل في أسعار الفائدة المحلية عن الوضع في ظل الإحلال الكامل بين الأصول المالية المحلية و الأجنبية .</p>	<p>الأصول المالية الأجنبية والأصول المحلية بدائل غير كاملة</p>

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على عمر صقر العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة مرجع سبق ذكره ص131، 132، 133.

### ثانيا: سبل الحد من مخاطر البورصات الناشئة

من الإجراءات المتخذة لتقليل مخاطر التدفق العكسي لرأس المال من الأسواق الناشئة إلى الخارج، تحديد مقدار رأس المال الذي يسمح للمستثمر بإعادة تصديره من الدولة خلال فترة زمنية معينة، إلا أن هذا الإجراء قد يخلف بعض الآثار السلبية التي تكون عملية التنمية الإقتصادية في غنى عنها كالحد من مقدار الإستثمار في محفظة الأوراق المالية لذلك يمكن إستبدال هذا الإجراء بآخر أكثر نجاعة ويكمن ذلك في السماح للمقيمين بالإستثمار في الأصول الأجنبية دون قيود أو شروط مما يوحى للمستثمر الأجنبي أن المخاطر أصبحت منخفضة وبيئة الإستثمار أصبحت ملائمة و بالتالي يزيد تدفق رأس المال للدولة .

إضافة إلى الإجراء السابق يجب العمل على زيادة قدرة الإقتصاد المحلي على التكيف و إستيعاب الصدمات بتوجيه أهداف السياسة النقدية و المالية لخدمة هذا الغرض.

### خلاصة الفصل الأول:

في تمهيدنا للفصل كنا قد طرحنا التساؤل التالي: ماهي بورصة الأوراق المالية، وما هي الوظائف التي يمكن أن تقوم بها؟ ومن هذا المنطلق تضمن الفصل الإطار النظري لبورصة الأوراق المالية وقد إستخلصنا منه النتائج التالية:

- ✓ أن البورصة ليست من المؤسسات الحديثة بل يرجع عهدها إلى الماضي البعيد، إلا أن جهازها وعملياتها تطورت بشكل كبير مع مرور الزمن حتى أصبحت اليوم مركزا للحياة المالية، خاصة في الدول المتقدمة وأضحت الحلقة الضرورية للجمع بين المستثمر والمنتج.
- ✓ أصبحت البورصة عنصرا هاما في توفير السيولة المالية الضرورية للحياة الاقتصادية، وبواسطتها يستطيع حملة الأسهم والسندات الإطلاع على تقلبات قيم الأوراق المالية التي يملكونها والحكم على مدى الفائدة المرجوة منها، وكل هذا بفضل التطور المذهل الذي عرفته بورصة الأوراق المالية حيث أصبح من السهل تبادل الأوراق المالية بين المتعاملين بمساعدة شبكات الإتصالات الإلكترونية الجد متطورة وبأقل التكاليف وفي وقت قصير، وهذا التطور الكبير نلاحظه خاصة في الدول المتقدمة على عكس ما هو موجود في الدول النامية التي لازالت بورصتها تفتقد إلى الثقة التي تعتبر عماد التعامل في بورصة الأوراق المالية.
- ✓ البورصات السليمة هي نتاج السياسات الإقتصادية السليمة، ذلك أن إستقرار أسعار الصرف من شأنه تخفيض مخاطر الصرف، على إعتبار أن ذلك يمثل عنصرا أساسيا لجذب المستثمرين الأجانب، كما أن إرتفاع أسعار الفائدة على الأوراق المالية البديلة مثل سندات و أذونات الخزينة يجعل أسواق الأسهم أقل جاذبية للمستثمرين.



✓ كما يعتمد نجاح بورصة الأوراق المالية على الأصول المالية المدرجة للتداول، ذلك أن الأوراق المالية تعكس المكانة المالية للشركات المصدرة و أداءها، و إمكانيات نموها، و توقعات المستثمرين بشأن نموها المالي و التجاري، و في الوقت نفسه فإن جاذبية الأوراق المالية للمستثمرين تعتمد على المركز المالي للشركات المصدرة و آفاق نموها.

أما واقع بورصات الأوراق المالية في الدول العربية فهذا ما سنتعرض إليه من خلال الفصل الموالي: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية.

## الفصل الثاني:

# بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية

## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية

### تمهيد:

شهد العقدين الأخيرين من القرن الماضي تحولات كبيرة في النظم الإقتصادية، والمالية في الدول العربية ظهرت شركات المساهمة، و عابرة الحدود، بورصات الأوراق المالية، كما تبنت معظم الدول العربية برامج للخصخصة، وإعتمدت سياسة إقتصاد السوق الحر، والإنتحاح الأمر الذي أدى إلى نمو أسواق الإصدار، والتداول في تلك الدول، وأصبح ثبات، وكفاءة الأداء في البورصات عاملا محوريا في إستقرار الإقتصاد، والنمو، وكان الشغل الشاغل للقائمين على تلك الإقتصاديات أن تجد نظاما وسطا يكفل حرية التجار، والسماسة في إدارة البورصات بأنفسهم، وحق الحكومة في الرقابة، والتدخل القوي عند بؤادر الإنحرافات التي قد يؤدي تجاهلها إلى كوارث مالية، وإقتصادية، وخيمة.

ومن خلال هذا الفصل نهدف إلى التعرف على بورصات الأوراق المالية الموجودة في الدول العربية، وعرض الصعوبات التي تعوق فعاليتها، وكيفية التغلب على هذه الصعوبات و ذلك من خلال محاولة الإجابة على التساؤل التالي:

**ماهي ظروف نشأة و عمل بورصات الأوراق المالية العربية، وما هي الإجراءات**

**الكفيلة بالتغلب على المعوقات التي تحد من فعاليتها؟**

و من هذا المنطلق قمنا بتقسيم الفصل إلى أربعة مباحث رئيسية:

**\* المبحث الأول: بيئة الأعمال العربية**

**\* المبحث الثاني: النشأة التاريخية لبورصات الأوراق المالية العربية**

**\* المبحث الثالث: خصائص بورصات الأوراق المالية العربية**

**\* المبحث الرابع: وسائل تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية**

### المبحث الأول: بيئة الأعمال العربية

لقد خالصنا من الفصل الأول أن البورصة جزء لا يتجزأ من الإقتصاد تؤثر فيه و تتأثر به في الوقت نفسه، فمن جهة هي تعمل على توفير الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الإستثمارية وذلك بتعبئة المدخرات، التخصيص الفعال للموارد و مراقبة الشركات، ومن جهة أخرى فإن أداءها مرتبط بالبيئة الإقتصادية المتواجدة فيها ومتوقف على السياسات المالية و الضريبية المتبعة، وكذا سياسة سعر الصرف والقوانين المتعلقة بتدفقات رأس المال و حجم التضخم و معدل البطالة، لذلك كان من غير الممكن دراسة بورصات الأوراق المالية العربية دون أخذ فكرة عن الواقع الإقتصادي الذي نشأت فيه هذه البورصات.

### المطلب الأول: الواقع الإقتصادي العربي

تقع المنطقة العربية في مجموعها في الحزام الصحراوي الممتد من شمال إفريقيا حتى غرب آسيا، يحدها من الشمال و الشمال الشرقي شريط من منطقة البحر الأبيض المتوسط أما البقية فتقع ضمن الصحراء الكبرى في شمال إفريقيا و شبه الجزيرة العربية، تبلغ المساحة الكلية لهذه المنطقة 14.21 مليون كيلومتر مربع أي ما يمثل 10% من مساحة العالم المسكونة. (أنظر الملحق رقم 04)

### أولاً: الناتج المحلي الإجمالي

قدر الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية في عام 2003 بالأسعار الجارية في التقرير الإقتصادي العربي الموحد (2004) بحوالي 723 مليار دولار و هو ما يمثل ما بين 2.5% - 3.5% من الناتج الإجمالي العالمي و يقدر متوسط دخل الفرد في الوطن العربي بحوالي 2492 دولار في السنة مع ضرورة الإشارة إلى التفاوت الكبير في مستوى الدخل بين مختلف الأقطار العربية ، فقد يصل متوسط هذا الدخل في بعض الدول (قطر) مثلاً إلى أكثر من 30000 دولار في حين يتدنى في دول أخرى (موريتانيا) مثلاً إلى 380 دولار في السنة.

و الجدول الموالي يبين تطور الناتج المحلي الإجمالي لأربعة عشر دولة عربية هي الأردن، الإمارات، البحرين، تونس، الجزائر، السعودية، سورية، عمان، قطر، الكويت، لبنان، ليبيا، مصر و المغرب، لأنه تتوفر لهذه الدول إحصاءات و بيانات مستمرة فضلاً عن أنها تعتبر الجزء الأكبر من الإقتصاد العربي حيث تمثل حوالي 80% من مجموع الناتج الإجمالي للدول العربية و نحو 70% من مجموع السكان وعليه فإن متابعة تطورات هذه المجموعة يعكس إلى حد ما تطورات الإقتصاد العربي في مجموعه.

يستعرض الجدول الموالي تطورات الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية و الأسعار الثابتة.

جدول رقم (2-1) : مؤشرات الناتج المحلي الإجمالي لأربعة عشر دولة عربية (1974-2001)

متوسط الناتج الحقيقي للفرد (بالدولار)	متوسط الناتج الإسمي للفرد (بالدولار)	الناتج الحقيقي (مليار دولار)	الناتج الإسمي (مليار دولار)	
6.9693	1.1109	692.6743	110.4111	1974
7.2643	1.2824	742.6995	131.1080	1975
7.5012	1.4549	788.4489	152.9234	1976
7.7870	1.7536	843.8746	190.0415	1977
8.3043	1.9014	919.4551	210.5237	1978
8.0962	2.3595	925.8032	269.8097	1979
9.2281	3.1587	1085.1332	371.4359	1980
8.5520	3.1582	1023.1610	377.8487	1981
7.8405	2.8143	959.6783	344.4681	1982
7.1763	2.6117	909.0270	330.8220	1983
6.7174	2.5047	879.3689	327.8877	1984
5.7909	2.3014	788.0244	313.1788	1985
4.9559	2.0758	692.5428	290.761	1986
4.5449	2.1298	651.0997	305.1133	1987
3.9247	2.0446	577.4796	300.8488	1988
3.5828	2.0873	539.0273	314.0409	1989
3.6182	2.3954	558.0703	369.4618	1990
2.8578	2.2974	453.7913	364.8064	1991
2.7734	2.4508	449.2684	396.8832	1992
2.5445	2.3808	424.1402	396.8587	1993
2.3089	2.3761	399.3407	404.0618	1994
2.2877	2.5551	369.1178	442.4129	1995
2.4485	2.8600	435.2277	508.3627	1996
2.4435	2.9250	443.2672	530.6273	1997
2.2472	2.7179	416.8806	504.1968	1998
2.3498	2.8470	448.7404	543.6993	1999
2.6370	3.2181	509.6309	621.9438	2000
2.4853	3.0438	495.7321	607.1406	2001

المصدر : حازم الببلاوي وآخرون المؤسسات المالية العربية و تمويل التنمية و الإستثمار في الوطن العربي دراسة معدة

للمجلس الإقتصادي و الإجتماعي جامعة الدول العربية صندوق النقد العربي أبو ظبي الإمارات العربية المتحدة 2005 ص

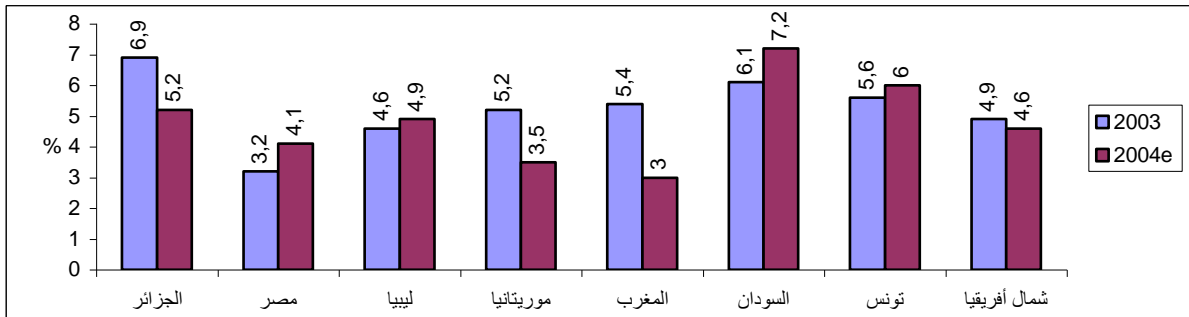
جدول رقم (2-2) : الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية (2002-2005)

الوحدة: مليون دولار

2005	2004	2003	2002	
1.066.481	878.760	746.071	667.417	مجموع الدول العربية
12.711	11.398	10.196	9.583	الأردن
133.583	106.326	88.536	74.959	الإمارات
13.381	11.182	9.699	8.448	البحرين
28.817	29.253	26.903	23.143	تونس
102.500	85.003	68.007	57.048	الجزائر
708	662	625	592	جيبوتي
309.531	250.339	214.573	188.551	السعودية
28.462	22.019	19.121	16.475	السودان
27.971	24.484	21.688	20.669	سورية
31.719	24.700	10.621	17.437	العراق
30.733	24.778	21.784	20.325	عمان
42.463	31.734	23.534	19.364	قطر
80.781	59.267	47.823	38.111	الكويت
22.050	21.768	19.895	18.462	لبنان
41.632	31.982	24.545	20.405	ليبيا
89.171	78.505	81.500	85.724	مصر
52.024	50.031	43.815	36.241	المغرب
1.938	1.517	1.340	1.116	موريتانيا
16.309	13.811	11.867	10.765	اليمن

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2006.

الشكل رقم (2-1) : تطور الناتج المحلي الخام في شمال إفريقيا، لعامي 2003 و2004.



المصدر: الأحوال الاقتصادية والاجتماعية في شمال أفريقيا الجزء الأول الأداء الاقتصادي لشمال أفريقيا خلال 2003 و2004. من الموقع

الشبكي: لوحظ يوم: 2006/03/25

<http://www.unecana.org/arabe/un/documents%20et%20etudes/Performance%20economique%202004%20Arabe.doc>

جدول رقم (2-3) : أسعار النفط الخام الاسمية و الحقيقية ( 1970-2005 )

الوحدة: (دولار/برميل)

السنة	السعر الاسمي	الرقم القياسي* 100=1995	السعر الحقيقي بأسعار 1995	السنة	السعر الاسمي	الرقم القياسي* 100=1995	السعر الحقيقي بأسعار 1995
1970	2.1	80.3	9.1	1988	14.2	80.3	17.7
1971	2.6	83.6	10.5	1989	17.3	83.6	20.7
1972	2.8	87.2	10.7	1990	22.3	87.2	25.6
1973	3.1	91.1	11.0	1991	18.6	91.1	20.4
1974	10.4	93.7	32.8	1992	18.4	93.7	19.6
1975	10.4	96.0	29.5	1993	16.3	96.0	17.0
1976	11.6	97.9	30.3	1994	15.5	97.9	15.8
1977	12.6	100.0	30.4	1995	16.9	100.0	16.9
1978	12.9	101.9	28.7	1996	20.3	101.9	19.9
1979	29.2	103.6	60.0	1997	18.7	103.6	18.0
1980	36.0	105.0	67.2	1998	12.3	105.0	11.7
1981	34.2	105.9	58.4	1999	17.5	105.9	16.5
1982	31.7	107.4	50.4	2000	27.6	107.4	25.7
1983	30.1	109.3	45.3	2001	23.1	109.3	21.1
1984	28.1	111.1	40.4	2002	24.3	111.1	21.9
1985	27.5	112.6	37.9	2003	28.2	112.6	25.0
1986	13.0	114.6	17.3	2004	36.0	114.6	31.4
1987	17.7	116.7	22.9	2005	50.6	116.7	43.3

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2006.

يتضح من قراءة الجداول أعلاه أن حجم الناتج الإجمالي للدول غير النفطية كان أقل من الناتج الإجمالي للدول النفطية وأنه تراوح بين ثلث و حوالي نصف الناتج الإجمالي للدول النفطية في حين أن عدد سكان الدول غير النفطية هو حوالي ضعف سكان الدول النفطية (أنظر الملحق رقم 04)، فتطور حجم الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية يتوقف إلى حد بعيد على أسعار النفط التي تتحدد قيمتها في الأسواق الدولية، ومن ذلك الإرتفاع الكبير في أحجام الناتج المحلي الإجمالي في الفترتين (76-80) و(81-85) الذي يرجع إلى إرتفاع أسعار النفط خلال الفترة 1973-1974 ثم في 1978-1979 كما أن الإنخفاض في الفترة التالية (86-90) كان راجعا لإنخفاض أسعار النفط بدءا من 1986،

\* - الرقم القياسي يمثل السعر المعدل وفقا لمخفض الناتج المحلي الإجمالي في الدول الصناعية كما ينشرها صندوق النقد الدولي .

ومن الضروري الإشارة إلى أن تقويم الناتج المحلي بالدولار الأمريكي لا يعطي الصورة الحقيقية عن حجم الناتج المحلي الإجمالي فحتى النصف الثاني من ثمانينات القرن الماضي كانت بعض الدول تعمل بنظم الرقابة على الصرف و بأسعار صرف رسمية تبلغ في قيمة عملتها المحلية، ثم بدأ عدد من هذه الدول في الأخذ بإصلاحات إقتصادية أدت في كثير من الأحوال إلى تعديلات في أسعار الصرف، مما أدى إلى إنخفاض في قيمة الناتج المحلي الداخلي مقوماً بالدولار وذلك ليس لإنخفاض حقيقي في حجم الإنتاج، وإنما بسبب إعادة التقويم بالدولار و الجدولان المواليان يمثلان على الترتيب تطور سعر صرف العملات المحلية لبعض الدول العربية مقابل الدولار الأمريكي و الدينار العربي، ونظم الصرف التي تتبعها الدول العربية.



فما بين سنة 2000 و 2005 تغيرت نظم الصرف في العديد من الدول العربية حيث أصبحت سبعة منها تتبع نظام صرف معوم مدار هي: الدينار التونسي، الدينار الجزائري، الدينار السوداني، الأوقية الموريتانية و الليرة اللبنانية، أو حر كالجنيه المصري والريال اليمني، أما العملات التي قيمتها مثبتة بالنسبة للدولار الأمريكي فهي: الدرهم الإماراتي، الدينار البحريني، الريال السعودي، الريال العماني، الريال القطري، الدينار الكويتي، الدينار الأردني، الفرنك الجيبوتي، الليرة السورية و الدينار العراقي، بينما بقيت قيمة الدرهم المغربي و الدينار الليبي مثبتة بالنسبة لسلة من العملات الرئيسية.

### ثانيا : فجوة الموارد ، الفوائض و العجزات في الموارد المالية

إن متابعة حجم الناتج المحلي الإجمالي لا يكفي للوقوف على حقيقة الأوضاع الاقتصادية، إذ لا بد من البحث في استخدامات هذا الناتج المحلي الإجمالي و مدى كفاية المدخرات و الإستثمارات المحلية لمعرفة كفاية أو قصور الموارد المحلية للمنطقة العربية.

وإذا نظرنا إلى الإقتصاد العربي نجد أن الإستهلاك المحلي يمثل ما بين 70% إلى 75% من الناتج المحلي الإجمالي، و قد أدى إرتفاع أسعار النفط في 1973-1974 إلى إرتفاع كبير و مفاجئ في الدخل النفطية مما أدى إلى زيادة كبيرة في المدخرات المحلية في هاتين الفترتين، أما الإستثمار المحلي فهو يمثل حوالي 20% من الناتج المحلي الإجمالي مما يعني أن القدرة الإستيعابية ، أو مجموع الإستهلاك و الإستثمار تتراوح بين 90% - 95% من حجم الناتج الإجمالي وبالتالي هناك فائض سنوي من المدخرات العربية يوظف خارج المنطقة العربية في حدود 5%-10% من حجم الناتج المحلي الإجمالي مع وجود تفاوت بين الدول العربية، فالدول النفطية تحقق بشكل عام معدلات مرتفعة من الإدخار المحلي قد يجاوز 50% في السنة بإستثناء الفترة 1986-1992 التي إنخفضت فيها أسعار النفط بشكل كبير وقامت فيها حرب الخليج الثانية، أما معدل الإستثمار المحلي في هذه الدول فهو أقل دائما من معدل الإدخار المحلي مما يحقق فوائض مالية للإستثمار في الخارج ما عدا الفترات التي تنخفض فيها أسعار النفط أين تتلاشى الفوائض المالية.

أما الدول العربية غير النفطية فإنها تعرف بشكل مستمر معدلات منخفضة للإدخار المحلي تقل عن 15% و كثيرا ما تستقر عند 12% - 13% ، أما معدلات الإستثمار المحلي فإنها تتراوح بين 20% - 25% مما يترتب عليه فجوة في الموارد تتراوح بين 6%-15% من الناتج المحلي الإجمالي تفرض ضرورة الإعتماد على الخارج.

كان هذا ما يتعلق بالفجوة الداخلية بين الإستثمار و الإدخار المحليين، أما فجوة الموارد الخارجية والتي تظهر في شكل فوائض و عجزات في موازين المدفوعات فما هي إلا إنعكاس للفجوة الداخلية والجدول

الموالي يبين متوسط فجوة الموارد المالية للدول العربية موزعة بين مجموعة الدول النفطية و مجموعة الدول غير النفطية.

جدول رقم (2-10): متوسط فجوة الموارد في الدول العربية

( 1972-2003 ) الوحدة: مليون دولار

-2001 2003	-1996 2000	-1991 1995	-1986 1990	-1981 1985	-1976 1980	1975-1972	
57.255	25.273	2.807 -	11.94 -	4.545	45.947	28.442	مجموع الدول العربية
75.250	42.399	9.338	26 -	19.884	56.678	31.953	الدول النفطية
9.602	4.678	3.719	4.130	8.270	6.957	3.791	الإمارات العربية المتحدة
1.498	884	232 -	395	314	392	133	البحرين
7.569	4.343	192 -	2.737 -	1.077	1.301-	706 -	الجزائر
36.171	20.337	8.584	2.558 -	8.845	25.824	16.828	السعودية
4.258	2.066	988	1.174	1.333	673	281	عمان
7.272	2.961	772	770	1.902	1.927	1.262	قطر
5.059	3.632	4.249 -	874	3.409	8.014	6.163	الكويت
2.040	2.385	321	396 -	1.832	5.935	2.092	ليبيا
1.781	1.113	373 -	1.678 -	7.098 -	8.257	2.109	العراق
17.99 -	17.126-	12.145 -	11.923 -	-	-10.73	3.511 -	الدول غير النفطية
				15.339			
2.133 -	1.725 -	1.453 -	1.452 -	2.167 -	1.218-	395 -	الأردن
977 -	517 -	794 -	399 -	743 -	456 -	88 -	تونس
371 -	769 -	274 -	398 -	79 -	65 -	27 -	السودان
1.581 -	4 -	1.457 -	842 -	2.225 -	1.554-	402 -	سورية
6.414 -	5.884 -	3.103 -	2.074 -	2.240 -	871 -	624 -	لبنان
3.309 -	6.150 -	1.945 -	4.107 -	3.279 -	3.129-	1.341 -	مصر
2.939 -	1.586 -	1.689 -	1.134 -	1.873 -	1.868-	280 -	المغرب
232 -	115 -	72 -	96 -	222 -	199 -	75 -	موريتانيا
39 -	376 -	1.358 -	1.421 -	2.511 -	1.371-	279 -	اليمن

المصدر: حازم الببلاوي و آخرون المؤسسات المالية العربية و تمويل التنمية و الإستثمار في الوطن العربي مرجع سبق ذكره.

يظهر من معطيات الجدول أن المنطقة العربية عرفت في مجموعها فوائض مالية إيجابية باستثناء الفترة من 1986-1992 التي تزامنت مع إنخفاض أسعار النفط و أحداث الغزو العراقي للكويت ولكن الصورة الإجمالية لا تنفي الاختلاف و التفاوت الموجود بين الدول العربية، فالدول النفطية عرفت بشكل مستمر وجود فائض إيجابي في إستثماراتها المالية الخارجية وزوال هذا الفائض كان مؤقتاً في نهاية الثمانينات، بينما مجموعة الدول غير النفطية عرفت حالة عجز بشكل مستمر زاد متوسطه على عشرة مليارات دولار في السنة في معظم الفترة محل الدراسة ماعدا الفترة الممتدة من 1972 إلى 1975 حيث كان العجز في حدود 3 إلى 4 مليار دولار، وإستمرار العجز في موازين المدفوعات لهذه الدول أدى إلى تراكم مديونيتها الخارجية.

### ثالثاً : العلاقات الإقتصادية الدولية للدول العربية

إن علاقات الدول العربية الخارجية ماهي إلا إنعكاس لأوضاعها الإقتصادية وهي مجتملاً علاقات محدودة تعتمد أساساً على النفط و فيما عدا تجارة النفط يظل الإقتصاد العربي غير مؤثر في الإقتصاد العالمي.

### جدول رقم (2-11): التجارة الخارجية العربية الإجمالية 1998-2002

الوحدة : مليار دولار

التصنيف	1998	1999	2000	2001	2002
الصادرات العربية	136.7	171	252.6	237.7	241
الواردات العربية	153.9	146.7	155.9	162.7	175.3
الصادرات العالمية	5.396.6	5.666.3	6.369.2	6.134.1	6.389.2
الواردات العالمية	5.524.1	5.822.0	6.610.3	6.409.6	6.704.3
نسبة الصادرات العربية إلى الصادرات العالمية (%)	2.5	3	4	3.9	3.8
نسبة الواردات العربية إلى الواردات العالمية (%)	2.8	2.5	2.4	2.5	2.6

المصدر: [www.ammanchamber.org](http://www.ammanchamber.org) المشاكل والمعوقات أمام تنمية حركة التجارة العربية البنينة من الموقع الشبكي:

<http://www.ammanchamber.org/UploadedImages/file2.doc>

لوحظ يوم: 2006/03/19 ص 20.

جدول رقم (2-12): التجارة الخارجية العربية الإجمالية 2003-2005

الوحدة : مليار دولار

متوسط معدل التغير في الفترة 2004-2000	معدل التغير السنوي (%)			القيمة (مليار دولار)			
	2005	2004	2003	2005	2004	2003	
23.8	37.1	32.4	24.5	559.4	408.1	308.2	الصادرات العربية
17.1	21.6	30.0	13.0	314.1	258.3	198.7	الواردات العربية
13.5	12.5	21.5	16.1	10196.7	9067.4	7465.4	الصادرات العالمية
13.5	13.7	22.0	16.4	10606.0	9331.0	7648.6	الواردات العالمية
				5.5	4.5	4.1	نسبة الصادرات العربية إلى الصادرات العالمية (%)
				3.0	2.8	2.6	نسبة الواردات العربية إلى الواردات العالمية (%)

المصدر : التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2006.

يبين الجدولان أعلاه حجم الصادرات و الواردات العربية بالنسبة للصادرات و الواردات العالمية، وخلال الفترة المدروسة في الجدول الأول تحققت أعلى نسبة للصادرات العربية مقارنة مع الصادرات العالمية عام 2000، أما خلال الفترة المدروسة في الجدول الثاني فاستمر إرتفاع الصادرات ليصل إلى حوالي 559 مليار دولار في عام 2005 أي بمعدل نمو نسبته 37.1%، بسبب الإرتفاع الكبير في أسعار النفط و زيادة حجم الصادرات النفطية العربية، و على الرغم من أن نسبة الواردات العربية إلى الواردات العالمية عرفت نوع من الإستقرار طول الفترة إلا أن أعلى نسبة حققتها كانت عام 1999، ثم ارتفعت بمعدلات ضئيلة حتى وصلت إلى 3% عام 2005، ويرجع إرتفاع الواردات العربية إلى عدد من العوامل من أبرزها، زيادة النمو الإقتصادي وما ترتب عنه من زيادة الواردات لأغراض الإستثمار في عدد من الدول وإرتفاع فاتورة الواردات النفطية للدول العربية المستوردة للنفط.

و لدراسة العلاقات الإقتصادية للدول العربية نتطرق للعلاقات البينية بين الدول العربية وللحلاقات مع خارج المنطقة العربية؛

بالنسبة للعلاقات الإقتصادية العربية البينية فهي لا تزال محدودة ، " ومنذ إنشاء جامعة الدول العربية في عام 1945 ثم المجلس الإقتصادي و الإجتماعي في عام 1953 و مجلس الوحدة الإقتصادية العربية عام 1957 و العديد من الإتفاقيات الإقتصادية العربية حيث كانت أول إتفاقية لتسهيل التبادل التجاري وتنظيم تجارة الترانزيت قد وقعت في إطار الجامعة العربية عام 1953، ثم جاء قرار السوق العربية المشتركة الذي صدر عن مجلس الوحدة الاقتصادية العربية عام 1964، ثم اتفاقية تيسير وتنمية التبادل التجاري بين الدول العربية عام 1981، والتي ترجمت أسس إستراتيجية العمل الإقتصادي العربي المشترك التي أقرتها قمة عمان عام 1980 فما تزال التجارة العربية البينية أقل من 10% من حجم التجارة الخارجية للدول العربية مما يعكس ضعف الترابط الإقتصادي العربي"<sup>1</sup>.

جدول رقم (2-13): أداء التجارة العربية البينية (1999 - 2005)

القيمة (مليار دولار)							
2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	
42.1	31.5	23.5	20.7	17.1	15.95	13.55	التجارة البينية العربية
45.3	34.0	25.3	20.9	17.2	16.1	13.5	الصادرات البينية (فوب)
38.9	28.9	21.7	20.4	17.1	15.8	13.6	الواردات البينية (سيف)

المصدر : التقرير الإقتصادي العربي الموحد، سنوات مختلفة.

تظهر معطيات الجدول أن التجارة العربية البينية حققت نموا ملحوظا فمن نسبة 17.3% عام 2000 إلى نسبة 33.6% عام 2004 نجحت هذه الزيادة عن التوجه نحو الإعتماد المتزايد للدول العربية على التبادل التجاري البيني وزيادة انفتاح الأنظمة التجارية العربية على بعضها في إطار قيام منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى، لتبلغ نسبة 33.8% عام 2005 هذا النمو الذي تزامن مع تطبيق الإعفاءات الجمركية الكاملة على السلع العربية المتبادلة ضمن منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى منذ مطلع عام 2005

<sup>1</sup> www.ammanchamber.org- المشاكلة والمعوقات أمام تنمية حركة التجارة العربية البينية مرجع سبق ذكره.

فبلغت قيمة الصادرات العربية البينية في هذا العام 45.3 مليار دولار، بينما وصلت الواردات العربية البينية إلى 38.9 مليار دولار، هذا بالصورة الإجمالية، و على صعيد أداء الدول العربية فرادى، سجلت جميع الدول العربية باستثناء موريتانيا، العراق، السودان و سورية زيادات ملحوظة في الصادرات البينية وبدرجات متفاوتة (أنظر الملحق رقم 05 الصادرات و الواردات البينية العربية) فحلت الكويت في المرتبة الأولى في نسبة زيادة صادراتها إلى الدول العربية بلغت 108%، تبعثها تونس بنسبة 59.5% واليمن بنسبة 54.3%، ثم ليبيا بـ 51.2%، ثم قطر بـ 50.7%، و السعودية بنسبة 46.2%، كما نمت الصادرات البينية لكل من مصر، عمان و الجزائر بنسب تراوحت بين 37.5% و 24%.

و فيما يتعلق بالواردات البينية، فقد سجلت الدول العربية، باستثناء جيبوتي، العراق، موريتانيا، البحرين، الجزائر و لبنان زيادة في معدلات نمو وارداتها البينية، احتلت مصر الطليعة بنسبة نمو بلغت 111.3%، فالسودان بنسبة 68%، ثم المغرب بـ 50.8%، عمان بـ 50.1%، و قطر بنسبة 50%، فيما تراوحت لبقية الدول العربية بين 38% و 1.7% مثل الجزائر التي بلغ معدل نمو وارداتها البينية 3.2%.

أما بالنسبة لمساهمة التجارة البينية العربية في التجارة العربية الإجمالية، فقد أدى تفوق معدل نمو الصادرات الإجمالية العربية على معدل نمو الصادرات البينية العربية إلى إنخفاض حصة الصادرات البينية في إجمالي الصادرات العربية من 8.3% عام 2004 إلى 8.1% عام 2005، وقد حصل العكس فيما يتعلق بالواردات البينية العربية مما أدى إلى إرتفاع حصة الواردات البينية في الواردات الإجمالية العربية من 11.2% عام 2004 إلى 12.4% عام 2005 و هذا ما تبينه معطيات الجدول الموالي:

### جدول رقم (2-14): مساهمة التجارة البينية في التجارة العربية الإجمالية (2001 - 2005)

(نسبة مئوية)

2005	2004	2003	2002	2001	
8.1	8.3	8.2	8.5	7.2	نسبة الصادرات البينية إلى إجمالي الصادرات العربية
12.4	11.2	10.9	11.6	10.2	نسبة الواردات البينية إلى إجمالي الواردات العربية
10.3	9.8	9.6	10.1	8.7	متوسط حصة التجارة البينية العربية إلى التجارة العربية الإجمالية

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2006.

أما تشكيلة هذه الصادرات و الواردات البيئية فهي كما يلي :

**جدول رقم (2-15): هيكل الصادرات والواردات العربية البيئية عام 2002**

(نسبة مئوية)

النسبة المئوية للواردات العربية البيئية (%)	النسبة المئوية للصادرات العربية البيئية (%)	البند السلعي
42.7	52.2	المواد الخام والوقود المعدني
18.7	18.2	الأغذية والمشروبات
17.6	16.2	المواد الكيماوية
7.6	5.5	الآلات ومعدات النقل
13.4	7.9	المصنوعات
100	100	المجموع

المصدر: [www.ammanchamber.org](http://www.ammanchamber.org) المشاكل والمعوقات أمام تنمية حركة التجارة العربية البيئية مرجع سبق ذكره ص 21.

فبالنسبة للصادرات العربية البيئية تحتل المواد الخام والوقود المعدني أعلى نسبة بـ 52.2 % وأقل نسبة للآلات و معدات النقل بـ 5.5 % ، نفس الوضعية بالنسبة للواردات العربية البيئية إذ تصدرها المواد الخام و الوقود المعدني بـ 42.7 % وأقل نسبة للآلات و معدات النقل بـ 7.6 %، ولم تتغير هذه الوضعية في السنوات الموالية، حيث بلغت هذه النسب:

**جدول رقم (2-16): هيكل الصادرات والواردات العربية البيئية (2004-2005) (نسبة مئوية)**

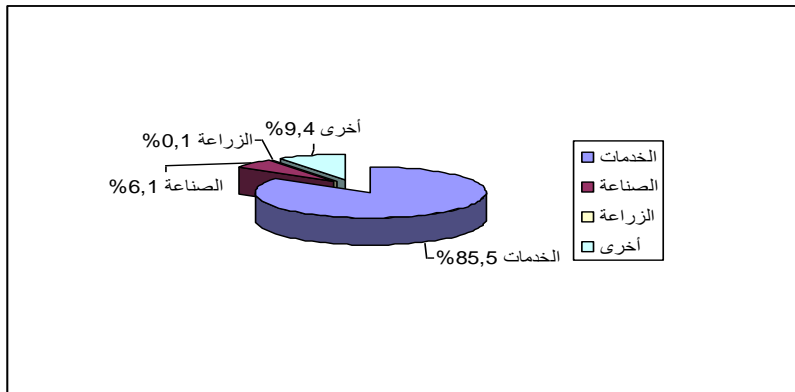
الواردات		الصادرات		البند السلعي
2005	2004	2005	2004	
52.2	50.1	57.7	56.7	المواد الخام والوقود المعدني
17.1	17.4	17.2	17.5	الأغذية والمشروبات
15.1	15.6	14.1	14.2	المواد الكيماوية
9.2	10.2	6.0	6.3	المصنوعات
6.4	6.7	5.0	5.3	الآلات ومعدات النقل

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2006.

إذ لم يشهد الهيكل السلعي للتجارة البينية العربية أي تغير في الأهمية النسبية لمجموعات السلع الرئيسية المتبادلة، ومازالت المواد الخام و الوقود المعدني تحتفظ بأكبر حصة في الصادرات و الواردات البينية العربية.

على صعيد آخر وفيما يتعلق بالعلاقات البينية بين الدول العربية من زاوية الإستثمارات العربية البينية (أنظر الملحق رقم 06) فقد بلغ الرصيد التراكمي للإستثمارات العربية البينية خلال الفترة الممتدة من 1985 إلى نهاية عام 2005 حوالي 73.97 دولار، فكما تبين بيانات الجدول أعلاه فإن الإمارات تتصدر الدول المصدرة للإستثمارات العربية البينية بحوالي 29941 مليون دولار أي ما يمثل 78.8% من إجمالي الإستثمارات العربية البينية المصدرة إلى تسع دول عربية، تلتها السعودية بحوالي 2458 مليون دولار، و الكويت بحوالي 1499 مليون دولار ثم قطر بحوالي 660 مليون دولار و مصر بحوالي 646 مليون دولار و البحرين بحوالي 607 مليون دولار، فشكلت هذه الدول الست ما نسبته 94.2% من إجمالي الإستثمارات العربية المصدرة، و بالمقابل تصدرت السعودية قائمة الدول المضيفة للإستثمارات العربية البينية بحوالي 43102 تلتها كل من لبنان بحوالي 4495 مليون دولار، الإمارات بحوالي 3573 مليون دولار و السودان بحوالي 3477 مليون دولار، كانت هذه الإستثمارات العربية البينية موزعة على مختلف القطاعات كما يبينه الشكل الموالي:

### شكل رقم (2-2): التوزيع القطاعي للإستثمارات العربية البينية عام 2005



المصدر: مناخ الإستثمار في الدول العربية 2005 المؤسسة العربية لضمان الإستثمار ص 34.

إذ يستحوذ قطاع الخدمات على النسبة الأكبر من الإستثمارات البينية بنسبة 84.5% من هذه الإستثمارات تتجسد في الإستثمار في قطاع الإتصالات و الخدمات المالية و السياحة و القطاع العقاري، في حين إستحوذ قطاع الصناعة على ما نسبته 6.1%، و قطاع الزراعة على نسبة أقل من 1%.



و إذا تطرقنا إلى العلاقات الاقتصادية للدول العربية مع العالم الخارجي أي مع دول خارج المنطقة العربية نجد أنها جزء أساسي من الإقتصاد العالمي فيما يتعلق بتزويد العالم بالطاقة ولا تساهم الدول العربية في النشاط الإنتاجي العالمي و تدفقات السلع و الخدمات إلا بقدر ضئيل، فصادراتها الصناعية تواجه منافسة حادة من دول نامية أخرى كشرق ووسط أوروبا و دول جنوب شرق آسيا، كما تحتل الدول العربية أدنى المراتب فيما يخص القدرة على جذب الإستثمار الأجنبي المباشر.

وقدرت مجمل تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر للدول العربية خلال الفترة 1995-2003 ما قيمته 46.7 مليار دولار بنسبة تبلغ حوالي 2.8 % من الإستثمار الأجنبي في الدول النامية و بمعدل تدفق سنوي ي 5.2 مليار دولار خلال الفترة ذاتها و نورد فيما يلي الدول التي إحتلت الخمس مراتب الأولى من حيث التدفقات التراكمية للإستثمار الأجنبي المباشر للدول العربية؛

جدول رقم (2-17): المراتب الخمس الأولى للدول العربية حسب التدفقات التراكمية

للإستثمار الأجنبي المباشر 1995 – 2003.

الرتبة	الدولة	التدفقات التراكمية (مليار دولار)	النسبة إلى إجمالي التدفقات التراكمية (نسبة مئوية %)
01	المغرب	8.9	19.2
02	مصر	6.9	14.8
03	الجزائر	4.9	14.5
04	تونس	4.8	10.3
05	البحرين	4.6	10
-	إجمالي الدول العربية	46.7	100

المصدر : من إنجاز الطالبة بالإعتماد على إحصائيات صندوق النقد العربي.

إن إستعراض أوضاع الإقتصاد العربي يظهر أن الإقتصاد العربي في مجموعه لا تنقصه الأموال، وهو على العكس يتمتع بفوائض مالية تزيد على حاجته لأغراض الإستثمار المحلي، و بالتالي توظف هذه الفوائض خارج المنطقة العربية، إلا أن هذه الصورة الإجمالية لا تصدق على الدول العربية كلها فهناك دول تعاني من العجز و قصور مدخراتها المحلية مما يجد من إمكانيات التوسع في الإستثمار المحلي وفي الوقت نفسه فإن هذه الدول غير قادرة على إجتذاب الأموال سواء من المنطقة العربية ذاتها أو من خارجها.

### المطلب الثاني: التحديات التي تواجهها إقتصاديات الدول العربية

لعل أهم التحولات العالمية التي تفرض أعباء على الإقتصاديات العربية، هي عولمة الأسواق المالية وزيادة درجة إنفتاحها على بعضها البعض. و العولمة لفظ مأخوذ من المصطلح الفرنسي mondialisation المأخوذ من monde أي العالم، وهو بدوره ترجمة للمصطلح الإنجليزي globalisation المأخوذ من globe ، و لذلك يفضل البعض إستعمال مصطلح الكوننة بدل العولمة.

#### أولاً: العولمة و التغيرات في الأسواق المالية الدولية

كمحاولة لتوصيف ظاهرة العولمة وردت لها تعاريف عديدة تختلف باختلاف الدارسين لها و إنتماءاتهم الفكرية ومواقفهم تجاهها، ومع أنه لم يتم الإتفاق على تعريف جامع لها، إلا أنه يلاحظ وجود ثلاث مجموعات من تلك التعاريف هي<sup>1</sup>:

- مجموعة تركز على البعد الإقتصادي: و هو البعد الذي يحتوي على مؤشرات و إتجاهات و مؤسسات إقتصادية عالمية جديدة لم تكن موجودة في السابق و تشكل في مجملها العولمة الإقتصادية؛
- مجموعة تركز على البعد الثقافي: و هو البعد الذي يشير إلى بروز الثقافة كسلعة عالمية يتم تسويقها كأى سلعة تجارية أخرى، و من ثم بروز وعي و إدراك و مفاهيم و قناعات و رموز و وسائط و وسائل ثقافية عالمية الطابع؛
- مجموعة تركز على البعد السياسي: الذي يشير إلى قضايا سياسية جديدة مرتبطة أشد الارتباط بالحالة الأحادية السائدة.

كما أنه للعولمة عدة خصائص رئيسية من أهمها<sup>2</sup>:

- 1- سيادة آليات السوق و السعي لإكتساب القدرات التنافسية؛
- 2- ديناميكية مفهوم العولمة؛
- 3- تزايد الإتجاه نحو الإعتماد الإقتصادي المتبادل؛
- 4- وجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي؛
- 5- تعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات<sup>3</sup>؛

<sup>1</sup> - عبد المطلب محمد الطيب حمد النيل، "العولمة و آثارها الاقتصادية على المصارف - نظرة شمولية-"، الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الإقتصادية - الواقع و التحديات، جامعة الشلف، أيام 14- 15 ديسمبر 2004، ص: 02.

<sup>2</sup> FMI, "La mondialisation : faut-il s'en réjouir ou la redouter? ", à partir du site d'Internet : [www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/fra/041200f.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/fra/041200f.htm), Consulté le : 12/10/2004.

<sup>3</sup> - تعرف الشركات متعددة الجنسيات بالشركات العابرة للأوطان، و هي شركات عالمية النشاط و التي تعتبر في كل معانيها هي أحد السمات الأساسية للعولمة، فهي تؤثر بقوة على الإقتصاد العالمي من خلال ما يصاحب نشاطها في شكل إستثمارات مباشرة من نقل التكنولوجيا، و الخبرات التسويقية و الإدارية و تأكيد ظاهرة العولمة في كافة المستويات الإنتاجية و المالية و التكنولوجية.

6- تزايد دور المؤسسات الإقتصادية العالمية (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، منظمة التجارة العالمية) في إدارة العولمة؛

7- تقليص درجة سيادة الدولة الوطنية في مجال السياسة النقدية و المالية.






فقد أدت العولمة إلى زيادة أوجه الترابط و التشابك، و علاقات التأثير و التأثير بين مختلف دول العالم، خاصة على مستوى الأسواق المالية التي إرتبطت عولمتها و تطورها بما يسمى بالإنفتاح المالي أو التحرر المالي و تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود القطرية دون حواجز أو موانع؛ و قد تمثل ذلك بصفة خاصة في إزالة السقوف على أسعار الفائدة؛ تخفيف الضرائب على العمليات المصرفية و المالية؛ السماح للبنوك و المؤسسات المالية بتقديم الخدمات المتنوعة التي تخرج عن تخصصها التقليدي؛ و منح الحرية لحركة العملات، الأسعار، الأدوات، المؤسسات و المستثمرين؛ إلغاء الرقابة على النقد الأجنبي؛ و فتح الأسواق الوطنية أمام عمل الأجانب، ترافق هذا مع الثورة التكنولوجية و التطور الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات و الإتصالات، التي جعلت من العالم بأسره ساحة واحدة لنشاط رأس المال و حركته و إستثماراته.

و بالإضافة إلى تحرير و تكامل الأسواق النقدية و المالية على المستوى العالمي، فإن هذه الأسواق ظاهرة أخرى وهي التغير الكبير في الأدوات المالية و المصرفية بظهور تشكيلة متنوعة من الأسهم والسندات التي تأخذ من صفات حقوق الملكية و المديونية على حد السواء و تضيف لها صفات أخرى، كما تزايد إستخدام الأدوات المالية المشتقة، و تحويل القروض المصرفية المباشرة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في بورصات الأوراق المالية.

### ثانيا: التحديات أو المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية

تتمثل أهم المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية على الدول العربية فيما يلي:

#### 1. مخاطر التعرض للأزمات:

لعل أحد أهم المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، هي تلك الأزمات التي يتعرض لها الجهاز المصرفي من خلال عملية التحرير المالي، و قد أشارت دراسة لـ "لندجرين"      و آخرين في عام 1996، إلى أنه خلال الفترة من عام 1980 و حتى عام 1996 و هي الفترة التي تعاطمت فيها قوة دفع العولمة المالية، حدثت هناك أزمات في الجهاز المصرفي فيما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي"<sup>1</sup>، تلك الأزمات التي كان لها تأثير شديد على مجمل

<sup>1</sup> - محمود نحمده علي إبراهيم التكامل الإقتصادي بين الأسواق المالية العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد جامعة عين شمس (مصر) دفعة 2001 ص 52.

الإقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها، وكذا الآثار التي نجمت على الأسواق المالية العالمية بعد أن زادت درجة إندماجها و تكاملها و الإعتماد المتبادل فيما بينها، حيث يبدو ذلك جليا في الأزمة المالية المكسيكية عام 1994 و نظيرتها الآسيوية عام 1997 و ما أحدثته من زعر في جميع أنحاء العالم، و قد عبر عن ذلك "ألين جريسبان" محافظ بنك الإحتياطي الفدرالي أمام الكونجرس الأمريكي عقب الأزمة، بقوله: " أن التشابك و درجة التقدم التكنولوجي المعقد في ساحة الأسواق المالية العالمية، بغض النظر عن تباعدها في المسافات أو درجة النمو، أدى إلى التعجيل بسرعة إنكشاف السياسات الحكومية غير الكفاء و الإدارة المالية غير السليمة بل يذهب البعض إلى أن بعض التصريحات السياسية من جانب المسؤولين في الدول الآسيوية أدت إلى خلق ردود فعل سلبية، و زيادة حركة الذعر في أسواق المال"<sup>1</sup> و مما لا شك فيه أن هذه الأزمات كان لها أثرها على أسواق الدول العربية و إستثماراتها في الخارج، فقد تأثرت بورصات الأوراق المالية العربية، و الإستثمارات العربية في الخارج، و ظهرت عودة جزئية للإستثمارات العربية من الخارج، و كانت الأسواق المستفيدة هي تلك الأسواق التي تتميز بسهولة حركة الدخول و الخروج منها، و الإستثمار الأجنبي فيها متاح مثل: مصر، لبنان، المغرب و الأردن، بالإضافة إلى بعض الشركات في بورصتي البحرين و عمان، لكن و بما أن الإستثمارات العربية بالأسهم العالمية موزعة و متنوعة في محافظ مختلفة و في سلات إستثمارية عديدة، فإن إنخفاض الأسهم كان له أثر خفيف على إجمالي الإستثمارات.

## 2. إرتفاع درجة المخاطرة و اللايقين في التعامل الدولي:

في غمار العولمة زادت درجة اللايقين، و ما ينطوي عليه من مخاطر محتملة و ما يسببه من قلق متزايد ناجم عن التقلبات و التغيرات الحادة و الفجائية في المؤشرات و المتغيرات الإقتصادية العالمية من حين لآخر. الأمر الذي سبب إضطرابا في عملية صنع القرار الإقتصادي بالنسبة للحكومات و مختلف الأطراف العاملة في السوق المالي من منتجين و مصدريين، مستوردين و مستثمرين، إضافة إلى التأثيرات السلبية على حركة التجارة العالمية في السلع و الخدمات و في حركة رؤوس الأموال، حيث أصبح عدم الإستقرار صفة أساسية للإقتصاد العالمي.

<sup>1</sup> - محمود نجمه علي إبراهيم التكامل الإقتصادي بين الأسواق المالية العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر مرجع سبق ذكره ص 53.

### 3. إضعاف درجة السيطرة على الإقتصاديات الوطنية:

يمكن للعملة المالية أن تؤدي إلى إضعاف الارتباط بين علاقة الإستثمار المحلي و الإدخار المحلي، إذا ما تمتعت رؤوس الأموال بحرية و سهولة الإنتقال إلى الأسواق المختلفة في العالم، ومن ثم يصبح سعر الفائدة بدوره نتاجا للتفاعلات في الأسواق العالمية و ليس في السوق المحلي.

### 4. إرتفاع درجة التعرض لمخاطر المضاربة:

الجدير بالذكر أن هناك طريقتان للمضاربة، الأولى هي المضاربة على الصعود، و تكون في حالة التنبؤ بأسعار السوق إلى الإرتفاع، و الثانية هي المضاربة على التزل، و تكون في حالة التنبؤ بأسعار السوق إلى الإنخفاض، في الحالتين الهدف واحد و هو الإستفادة من فروقات الأسعار. و مما لا شك فيه أن هذه المضاربات تؤثر على الطبيعة التوازنية للسوق و ما تحدثه من إنعكاسات سلبية على كافة المجالات الإقتصادية، الإجتماعية و السياسية.

### ثالثا: مواجهة التحديات التي تفرضها عولمة الأسواق المالية

لمواجهة التحديات التي تفرضها العولمة، يجب على الدول العربية أن تأخذ بعين الإعتبار النقاط التالية<sup>1</sup>:

- ✓ أهمية تطوير التشريعات و تحديثها و إدخال المرونة عليها بما يؤدي إلى خلق المناخ الملائم للإستثمار و التطور و تبني التقنيات الحديثة.
- ✓ دعم التطور الهيكلي التنظيمي للمؤسسات المالية و المصرفية بما يسمح لها من الخلق و الإبتكار في توفير الأدوات المالية الجديدة، بما فيها المشتقات المالية المختلفة، و في هذا الصدد يجب الإهتمام بخلق الوعي اللازم لهذه الأدوات الجديدة من خلال تنظيم دورات تدريبية متخصصة للعاملين في الأجهزة المصرفية و الأسواق المالية.
- ✓ تطوير الهياكل المؤسسية لبورصات الأوراق المالية و خاصة ما يتعلق بجانب الوساطة المالية و إتاحة الفرصة للمصارف للقيام بذلك الدور من وحي ما يتوافر لديها من موارد و كوادرفنية و شبكات فروع واسعة.
- ✓ إيجاد نظام متكامل و موحد للإفصاح المالي على المستوى القطري و الإقليمي، و دعم جهود صندوق النقد العربي و مؤسسة التمويل الدولية.

<sup>1</sup> - محمود محمد علي إبراهيم التكامل الإقتصادي بين الأسواق المالية العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر مرجع سبق ذكره ص 55.

- ✓ إعداد البرامج التثقيفية اللازمة لنشر الوعي الإستثماري و التأكيد على أهمية توفير المعلومات من أنشطة بورصات الأوراق المالية العربية للمستثمرين العرب في داخل الدولة العربية و خارجها.
- ✓ التثقيف و الإسراع في جهود برنامج الخصخصة بما لها من أثر كبير على زيادة حجم أنشطة بورصات الأوراق المالية العربية.
- ✓ دعوة الدول العربية التي لم تنظم إلى المنظمة العالمية للتجارة إلى الإسراع في ذلك إستنادا إلى أن تكلفة الإنضمام تزداد مع التأخر في ذلك.
- ✓ أهمية تكثيف الجهود المبذولة للربط ما بين الأسواق المالية العربية لتشملها جميعا.

### المبحث الثاني: النشأة التاريخية لبورصات الأوراق المالية العربية

لدراسة نشأة و تطور بورصات الأوراق المالية في الدول العربية إعتمدنا تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات هي دول شمال إفريقيا، دول منطقة الرافدين و دول الخليج العربي بالإستناد إلى الموقع الجغرافي ومدى التقارب بين دول كل مجموعة من جهة، وعلى أساس أن الهدف من هذه الدراسة هو إيجاد آلية لتعاون وربط بورصات الأوراق المالية في الدول العربية من جهة أخرى.

#### المطلب الأول: بورصات الأوراق المالية في شمال إفريقيا

تضم هذه المجموعة دول المغرب العربي ( الجزائر، المغرب، تونس، ليبيا) بالإضافة إلى مصر و السودان.

#### أولا: بورصات الأوراق المالية في المغرب العربي

##### 1 - الجزائر:

خلال عهد التخطيط الموجه (1965-1988) كان نظام التمويل يتميز بالتمركز على مستوى الخزينة العامة، كما لم يكن يسمح لأي عون إقتصادي بإصدار السندات باستثناء الخزينة التي كانت تصدر سندات التجهيز و سندات الخزينة ، ففي هذه الفترة كانت السوق المالية تتشكل من الخزينة العامة لوحدها طالما أنها تحتذب كل إدخار القطاع العام و تمويل كل إستثماراته، ثم شهد الإقتصاد الجزائري برنامجا واسعا من الإصلاحات الهيكلية بهدف التوجه من إقتصاد المديونية إلى إقتصاد السوق المالي، ومن هذه الإصلاحات تلك التي "عرفتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات من القرن الماضي و التي اقتضت نشأة صناديق المساهمة التي تملك أسهم المؤسسات بأقساط متساوية، وكذلك تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة بإصدار قانون جانفي 1988"<sup>1</sup>، مما إستوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات على هذا الأساس عملت السلطات العمومية عام 1990 على تحضير شروط قيام سوق مالية من الجانب المادي، في إنتظار توفير الشروط القانونية فقررت الحكومة ومن خلال " الجمعية العامة لصناديق المساهمة" إنشاء هيئة يعطى لها تسمية مؤقتة بـ " شركة القيم المنقولة" على أن تقوم هذه الهيئة بالتنظيم المادي للمبادلات على القيم المنقولة وكافة المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة، فتم تطبيق هذا القرار و تأسيس الشركة بعقد موثق في 1990/12/09 برأس مال إجتماعي قدر بـ 320000 دج، تم الإكتتاب فيه و قسم بأقساط متساوية بين صناديق المساهمة، لكن تعرضت هذه الشركة إلى عدة صعوبات أعاققت مهمتها منها عدم كفاية رأس المال الإجتماعي و عدم وضوح المهام المكلفة بها.

<sup>1</sup> - شمعون شمعون البورصة و بورصة الجزائر مرجع سبق ذكره ص 79.

أمام هذه العوائق تم الرفع من رأس مال الشركة إلى 9320000 دج وتغير نظامها التأسيسي خاصة ما تعلق بإسمها و مهامها، و إبتداءا من 1992 أصبحت تعرف بـ " بورصة القيم المنقولة" إلا أن غياب المتخصصين في هذا النوع من النشاطات، وغياب الوسطاء الماليين وكذا وضعية المؤسسات الإقتصادية العمومية التي لا تفي بشروط التعامل داخل هذه السوق جعل من البورصة هيكلًا جامدًا لا يعكس أي وضعية حيوية، مما إستدعى إصدار عدة نصوص ذات طابع تشريعي و تنظيمي:

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المتداولة<sup>1</sup>.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتضمن تنظيم الصفقات في مادة القيم المنقولة<sup>2</sup>.
- المرسوم التنفيذي رقم 96-08 المتعلق بتنظيم السوق المالي<sup>3</sup>.

## 2- المغرب:

"إن فكرة إنشاء بورصة القيم بالدار البيضاء كانت بإقتراح من أهم البنوك الموجودة آنذاك، فعرفت في ذلك الوقت على أنها " مؤسسة غير رسمية تعمل تحت إشراف مكتب مقاصة القيم المنقولة" كانت العمليات و التي تتم على أسهم الشركات المغربية غير المسجلة بالبورصات الأجنبية عبارة عن تبادل بين البنوك عن طريق المقاصة الحرة، وقد أطلق على هذا المكتب إسم " مكتب التصفية في القيم المنقولة"، يرجع تاريخ أول جلسة إلى 1929/11/07، أين كانت تتم المبادلات أسبوعياً"<sup>4</sup> كما كان المكتب يقوم بنشر جريدة يسجل فيها طلبات الشراء و عروض البيع، بعدها عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات حتى تعطي للبورصة معناها الحقيقي، ف جاء أول إصلاح في عام 1948 حيث منحت للبورصة الشخصية المعنوية، فالمرسوم الصادر بتاريخ 1948/08/27 إعتبر رسمياً بوجود مكتب مقاصة و أضفى عليه الصيغة القانونية، و مرسوم 1948/07/13 غير إسم المكتب ليصبح " مكتب تسعير القيم المنقولة"، و مع حصول المغرب على الإستقلال و خروج رؤوس الأموال الأجنبية تعرضت هذه السوق لبعض الركود، فصدر المرسوم الملكي بتاريخ 1967/11/14 الذي يقضي بإنشاء بورصة القيم بالدار البيضاء، ثم مرسوم 1977/11/15 الذي حدد سيرها خاصة بعد نمو الحركة الإقتصادية في المغرب و زيادة فرص و مجالات الإستثمار وأصبحت تعرف على أنها " مؤسسة معنوية تتمتع بالإستقلال المالي و تخضع لرقابة وزارة المالية، يرأس الجهاز التنفيذي للمؤسسة مدير يعين بمرسوم

<sup>1</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1991/05/28.

<sup>2</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1993/05/23.

<sup>3</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1996/01/10.

<sup>4</sup> - منصر كريمة السوق المالية نشأتها و إجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية فرع التحليل الإقتصادي جامعة



ملكي و تدار من قبل مجلس إدارة مكون من عشرة أعضاء يمثلون مختلف القطاعات الإقتصادية الهامة وهي: البنوك، إتحاد شركات التأمين، إتحاد الغرف التجارية والصناعية إلى جانب وزارة المالية، وبقيت بورصة الدار البيضاء تعمل على أساس القوانين المحددة في إصلاحات سنة 1967 إلى أن جاء إصلاح سنة 1993 بمجموعة من القوانين و اللوائح لإعطاء بورصة الدار البيضاء إطار تنظيمي و تقني و جعل هذه الأخيرة أكثر نجاعة و تشغل البورصة سوقين هما: السوق المركزية و سوق تجارة رزمة الأسهم؛ و تم في جانفي 2002 طرح مؤشرين جديدين، المؤشر الأول هو "مؤشر الأسهم الأكثر نشاطا" الذي يتولى مراقبة أكثر 10 أسهم سيولة في البورصة. و المؤشر الثاني هو "المؤشر المغربي لجميع الأسهم" الذي يحل محل مؤشر بورصة الدار البيضاء الذي يغطي جميع الأسهم المدرجة في البورصة.

### 3- تونس:

لم تكن بورصة الأوراق المالية في تونس تخضع إلى لأي قانون ينظم و يضبط عملياتها، فكانت حرة إلى غاية عام 1937 تاريخ إنشاء غرفة المقاصة التي تعمل على بيع السندات التي يروجها الصندوق العقاري، و في 1945/04/23 أنشئ الديوان التونسي للقيم مع إلزام كل العمليات المتعلقة بنقل ملكية الأوراق المالية أن تمر به، هذا الديوان لم يبدأ عمله حتى عام 1946.

و في عام 1969 صدر قانون رقم 13 المؤرخ في 1969/02/28 الذي بموجبه تم إنشاء بورصة القيم المنقولة بإعتبارها مؤسسة ذات صبغة تجارية، تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، تخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط و الإقتصاد الوطني، إلا أنها و بسبب ما تميز به الإقتصاد التونسي في هذه الفترة عجزت عن إستقطاب المدخرات الفائضة في الإقتصاد و توجيهها نحو الإستثمارات مما حتم اللجوء إلى الإصلاحات التي إنطلقت عام 1988 وأهم ماجاءت به:

- تنظيم القرض السندي بإصدار قانون رقم 88-111 في أوت 1988، الهدف من هذا القانون هو فتح السوق السندي و الذي كان سابقا محتكرا من طرف البنوك و المؤسسات غير المالية.
- تشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي (شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير، شركات الإستثمار ذات رأس المال الثابت، شركات الإستثمار ذات رأس المال الخطر) و هذا بإصدار قانون رقم 88-92 و تم تعديل و تكملة هذا القانون بقوانين أخرى عامي 1992 و 1995<sup>1</sup>.
- إستحداث منتجات مالية جديدة لتنشيط الإدخار مما سمح بتكوين صناديق التوظيف الجماعي، بموجب قانون رقم 92-107 بتاريخ 1992<sup>2</sup>/11/16.

<sup>1</sup> - قانون رقم 92-111 و قانون رقم 95-87.

<sup>2</sup> - المعدل و المتمم بالقانون رقم 94-117 في 1994/11/14.

ومما جاءت به هذه القوانين أيضا إستفادة الإدخار في القيم المنقولة من جباية تحفيزية، حيث تم إلغاء الضرائب على القيم المضافة و التوزيعات، إضافة إلى تخفيض معدل الضريبة على الشركات من 80% إلى 35% مما شجع دخول الشركات إلى البورصة "وتم تحويل البورصة إلى شركة خاصة في أكتوبر 1995 وتحديثها بواسطة نظام إلكتروني في نهاية سنة 1996. وفي أوائل 1998 طرحت بورصة الأوراق المالية التونسية مؤشرا جديدا، تهيمن الشركات المالية مثل "بنك المئول" و "بنك آمن" و "بيات" على هذا المؤشر الجديد"<sup>1</sup>، عضوية مؤشر البورصة مفتوحة، ولكن يجب أن يتوفر لدى الشركات سيولة لا تقل عن 80%.

ومن بين 3000 شركة محدودة المسؤولية كان عدد الشركات المدرجة في البورصة 44 شركة فقط سنة 2004.

#### 4- ليبيا:

أوكلت مهمة إنشاء بورصة الأوراق المالية المسماة سوق الأوراق المالية الليبي إلى أمانة اللجنة الشعبية العامة للإقتصاد والتجارة وذلك بموجب قرار أمانة اللجنة الشعبية العامة رقم (105) لسنة 2005، وحرصا من أمانة اللجنة الشعبية العامة للإقتصاد والتجارة والإستثمار على إنجاح و تفعيل دور بورصة الأوراق المالية وإظهارها إلى حيز الوجود، فقد أتخذت العديد من الإجراءات والتدابير في سبيل التعريف ببورصة الأوراق المالية وإمكانية تفعيل دورها بما يخدم مصلحة الإقتصاد الوطني ونشر أخبارها والسعي لزيادة الثقافة والوعي الإستثماري من خلال تنظيم ندوات و معارض و إجتماعات مكثفة وكذا الإستعانة بالخبراء المحليين والأجانب في المجال، لمناقشة جملة من الموضوعات والمحاور التي تهدف إلى التعريف ببورصة الأوراق المالية وآلية التداول و عملية الإيداع ودور الوسطاء في تنشيط وتنظيم حركة التداول بالسوق و إتخاذ الترتيبات اللازمة بشأن إدراج وتسجيل بعض الشركات والبنوك ومنها :

(الشركة المتحدة للتأمين، الشركة الأهلية للإسمنت، الشركة الوطنية العامة للمطاحن والأعلاف، مصرف الصحارى، مصرف طرابلس الأهلي، مصرف سوق الجمعة الأهلي، مصرف حي الأندلس الأهلي).

"بتاريخ 3 / 6 / 2006 أصدرت اللجنة الشعبية العامة القرار رقم (134) بإنشاء بورصة الأوراق المالية الليبية وإصدار نظامها الأساسي. وبناء عليه أصدر ، بتاريخ 16/7/2006 القرار رقم (332)، بشأن تحديد قواعد رسوم وإشتراكات أعضاء سوق الأوراق المالية الليبي.في الوقت الذي أصدرت فيه كل هذه القرارات كان المكلف بإنشاء سوق الأوراق المالية يرسم وفي خط موازي الآلية التي يمكن أن يعمل بها

<sup>1</sup> - برنامج الأمم المتحدة الإنمائي إدارة الحكم في الدول العربية من الموقع الإلكتروني: <http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp?cid=4> لوظف يوم: 2006/12/4.

السوق بعد الإنشاء منتهزا زيارات العمل التي قام بها للدول العربية ومدى إمكانية الإستعانة بأسواق المال في الدول العربية حيث قام بزيارة بورصة عمان وبورصة دبي وبورصتي القاهرة والإسكندرية من أجل الوقوف على تجاربهم عن قرب وتمحضت عن هذه الزيارات عدة إجتماعات لها صلة بإنشاء السوق في الجماهيرية العظمى<sup>1</sup>.

وفي إطار التعاون الفني المشترك في مجال بورصات الأوراق المالية والإستفادة من خبرات وتجارب بعض الدول في هذا المجال فقد قام فريق العمل بالسوق بزيارة إلى جمهورية مصر العربية تم خلالها عقد عدة إجتماعات في مصر بشهر جوان 2005 وفي إطار هذا التعاون فقد قام وفد من سوق المال المصري بزيارة إلى الجماهيرية العظمى خلال شهر ديسمبر من نفس السنة تم فيها تحديد مجالات التعاون التي يمكن من خلالها المساهمة في تطوير بورصات الأوراق المالية الليبية وفقا لأحدث التقنيات العالمية في هذا المجال.

فقد تم التنسيق بين سوق الأوراق المالية الليبية وهيئات ومؤسسات سوق المال المصري المتمثلة في شركة مصر للمقاصة والإيداع والحفظ المركزي، وذلك من أجل توقيع إتفاقية تعاون تضمن الدعم للسوق الليبي وأيضا تدريب الكوادر الليبية في السوق المصري. حيث تم 19 في جوان سنة 2006 ، توقيع إتفاقية التعاون بين سوق الأوراق المالية الليبية وشركة مصر للمقاصة.

ويجرى العمل على تجهيز مقرى السوق بشكل نهائي في كل من مدينتي طرابلس وبنغازي بأحدث تقنيات الإتصالات المعمول بها في الأسواق المالية، وكذا العمل على إعداد وتجهيز الكوادر الوظيفية المؤهلة للعمل بالسوق وتأهيلها من خلال دورات تدريبية مكثفة في مجال الأسواق المالية وآلية عملها، وأيضا تمت دعوة كافة المؤسسات المالية والأفراد الراغبين في ممارسة مهنة الوساطة إلى التقدم بطلباتهم إلى إدارة السوق.

### ثانيا: مصر

"أنشئت أول بورصة للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883، و أنشئت أكبر بورصة للأوراق المالية في القاهرة عام 1890 لكي تتعامل إلى جانب بورصة الإسكندرية في الأوراق المالية، وبسبب قيام

<sup>1</sup> - سوق الأوراق المالية الليبية من الموقع الإلكتروني

نشر في 2006/08/10. [http://www.lsm.gov.ly/stuck/index.php?option=com\\_content&task=view&id=30&Itemid=37](http://www.lsm.gov.ly/stuck/index.php?option=com_content&task=view&id=30&Itemid=37)

البورصة بنشاطها بمنأى عن كل رقابة أو إشراف حكومي، حيث كانت تدير السوق نقابة السماسرة طيلة 7 سنوات وقعت أزمة عنيفة فتدهورت وأفلست شر كاتها عام 1907<sup>1</sup>.

ثم أصدرت الحكومة أولى لوائح بورصة الأوراق المالية عام 1909، لكن و بسبب تغير الظروف الاقتصادية تم الإتفاق على وضع لائحة جديدة للسوق عام 1933 التي عدلت عام 1940، وفي عام 1953 صدر القانون رقم 329 الذي إشترط قصر التعامل في الأوراق المالية على السماسرة المقيدين بالسوق، و أن يكون السمسار الذي تتم عن طريقه الصفقة ضامنا لسلامة البيع، ثم وبموجب القانون رقم 161 لسنة 1985 وضعت لائحة جديدة لبورصة الأوراق المالية بدلا من تلك التي كان معمولا بها منذ 1933 حتى تتماشى البورصة مع الأوضاع و التطورات في الإقتصاد الوطني، و بصدور هذه اللائحة الجديدة و قيام الدولة بتكوين الشركات التي ترتبط بالتنمية الاقتصادية كالبنوك و الشركات الصناعية والتجارية و الفنادق... الخ سادت فترة نشاط و ثقة في السوق، وزاد رأس المال المستثمر في الأوراق المالية بدلا من الإتجاه إلى الإستثمار في الإنتاج الزراعي و النشاط العقاري، لكن و بحلول عام 1961 و صدور القوانين الإشتراكية بتأميم البنوك و الشركات و إنتقال ملكيتها إلى الدولة إنقلبت الأوضاع إلى حالة من القلق و فقدان الثقة في بورصة الأوراق المالية.

و منذ عام 1981 وإعلان الدولة عن سياسة الإفتتاح الإقتصادي، الأمر الذي أعتبر إقرار صريح بأهمية دور القطاع الخاص وضرورة الإستفادة من كل إمكانيات هذا القطاع و مدخراته، وكذا أهمية بورصة الأوراق المالية التي تمكن من تجميع المدخرات الخاصة فبدأت الدولة في بحث الوسائل و الأساليب و إجراء الدراسات و تشكيل اللجان بهدف تنشيط بورصة الأوراق المالية و تنميتها لخدمة الإقتصاد الوطني و سياسة الإفتتاح الإقتصادي و من ذلك "صدور قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 في 22/06/1992 و لائحته التنفيذية بالقرار الوزاري رقم 130 لسنة 1993 الذي شجع على تأسيس شركات الإكتتاب العام، وإستحداث مؤسسات مالية جديدة مثل صناديق الإستثمار مما يساهم في تنشيط رأس المال و الوصول إلى سوق متطورة و مؤهلة للوصول إلى سوق إقليمية ثم عالمية<sup>2</sup>، والبورصة المصرية بورصة شبه حكومية تشرف عليها هيئة منظمة للأوراق المالية "هيئة سوق رأس المال" و هي الجهاز المنظم المسؤول عن ضمان تطوير سوق شفاف وآمن للمستثمرين في مصر.

كما تم إنشاء "صندوق كفالة الصفقات" لضمان تنفيذ المعاملات في مواعيدها، وألحقت بالبورصة شركة مكرسة لنشر المعلومات حول الأسهم، و في سنة 2000 تم إنشاء نادي الإسكندرية للمستثمرين

<sup>1</sup> - برنامج الأمم المتحدة الإنمائي إدارة الحكم في الدول العربية من الموقع الإلكتروني:

<http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp?cid=17> لولحظ يوم: 2006/12/4 بالتصرف.

<sup>2</sup> - صلاح الدين حسن السيسى بورصات الأوراق المالية الأهمية، الأهداف، السبل ومقترحات النجاح عالم الكتب الطبعة الأولى 2003 ص 44.

مهمته الإجابة عن أسئلة أصحاب رأس المال، كما تم تنظيم حملات إعلامية لإطلاع الجمهور على عمل بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية وبذل جهد كبير في مجال تنمية الموارد البشرية المرتبطة بهذه البورصة، فضلا عن زيادة الروابط بين أسواق الأسهم في المنطقة؛ وتتوافر عروض الأسعار في سوق رأس المال المصرية على شبكة الإنترنت.

### ثالثا: السودان:<sup>1</sup>

بدأ التفكير في إنشاء بورصة للأوراق المالية في السودان منذ 1962 حيث تم إجراء العديد من الدراسات و الاتصالات بدأتها وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي. تمت إجازة قانون بورصة الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب في عام 1982 لكي ينظم إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان ولكن لم يتم أي شيء في هذا المجال حتى عام 1992 و بدأت الخطوات الجادة لإنشاء بورصة للأوراق المالية في أوت 1992 وذلك في ظل سياسة التحرير الإقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الإقتصادي (1990 - 1993).

و تم تأسيس هيئة الأسواق المالية في عام 1992 وفي نوفمبر من نفس العام أقر مجلس الوزراء تعديلا على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982 ولكن هذا القانون المعدل لم يف بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية.

في عام 1994 أجاز المجلس الوطني الإنتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبحت بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كيانا قانونيا مستقلا، ليبدأ العمل في السوق الأولية (سوق الإصدارات) في العاشر من شهر أكتوبر 1994 "لتييح الفرصة للقطاع الخاص للمساهمة في تمويل المشروعات الإقتصادية و التنمية التي تحتاج إلى موارد طويلة الأجل، بجانب تولى عملية تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية، و التعامل فيها بيعا و شراء، و فضلا عن ذلك تنمية الوعي الإستثماري بين المواطنين، بجانب تهيئة الظروف لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - من الموقع الإلكتروني لبورصة الخرطوم [http://www.khartoumstock.com/market\\_dev\\_ar.php](http://www.khartoumstock.com/market_dev_ar.php) لوضع يوم 20/12/2006.

<sup>2</sup> - عبد الله الحسن محمد، كمال يوسف عبد الله، بدر الدين حسين جبر الله تقييم أدوات السياسة النقدية و التمويلية في السودان خلال الفترة 1980-2002 الإدارة العامة للبحوث و الإحصاء بنك السودان المركزي، إصدار رقم (4) سبتمبر 2004 ص 29.

## المطلب الثاني: بورصات الأوراق المالية في منطقة الراهدين

أما هذه المجموعة فتندرج تحتها كل من سورية، لبنان، الأردن، العراق و فلسطين.

أولاً: بورصات الأوراق المالية في كل من الأردن و لبنان

### 1- الأردن:

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية ثلاثينيات القرن العشرين حيث تم تأسيس ثلاث شركات كبرى في تلك الفترة هي البنك العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء كما بدأ الإكتتاب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ ، لكن في غياب بورصة منظمة لتداول للأوراق المالية كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير المنظم. ثم توالى تأسيس الشركات المساهمة العامة ليصل إلى (66) شركة عام 1978 ومع ازدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام مع العلم أنه تم إصدار أول قرض سندي في أوائل الستينيات، إتضحت الحاجة إلى إنشاء سوق منظم «فتم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم (31) لسنة 1976 حيث بدأ أول يوم عمل فعلي له كسوق منظم للأوراق المالية في 1/1/1978»<sup>1</sup> ، كسوق منظم وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد، كان من أهم أهدافه تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الإستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد الوطني، إضافة إلى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته.

منذ إنشائه قطع سوق عمان المالي خطوات هامة على صعيد سوق رأس المال المحلي حيث حقق تقدماً كبيراً في تحقيق أهدافه التي وضعت له مما جعله يحتل مكانة مرموقة بين الأسواق الناشئة في المنطقة وفي العالم ، هذه المكانة التي لم تأتي عبثاً بل بعد الجهود الكبيرة وإتخاذ خطوات هامة كان من أهمها إصدار العديد من التشريعات الإقتصادية، وتنفيذ العديد من الإجراءات والقرارات للنهوض بالاقتصاد ومؤسسات الوطن، فكان من أهم التشريعات الإقتصادية والخطوات التي تم إتخاذها، إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، الذي هدف إلى إحداث نقلة نوعية هامة في تاريخ سوق رأس المال الوطني وذلك بصدور مرحلة إعادة هيكلة إصلاح سوق رأس المال الوطني و فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال الوطني، بإنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي لتصبح الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف و الرقابة.

<sup>1</sup> - سوق عمان المالي نبذة عامة من الموقع الإلكتروني [http://www.jsc.gov.jo/jsc\\_arabic/history.asp](http://www.jsc.gov.jo/jsc_arabic/history.asp) لوحظ يوم: 2007/01/25.

" أنشئت بورصة عمان في 11 مارس 1999. بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا تدار من قبل القطاع الخاص و لا تهدف إلى الربح، وأوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية"<sup>1</sup>  
كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين للملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية والتقاص.

## 2- لبنان:

" أنشئت بورصة بيروت بموجب القرار رقم (1509) الصادر بتاريخ 1920/07/03 عن المفوض السامي الفرنسي ممثل سلطة الإنتداب الفرنسي"<sup>2</sup>، إلا أن نشاطها في هذه الفترة (عهد الإنتداب 1920-1934) اقتصر على التعامل بالذهب و العملات الأجنبية و إستمر ذلك إلى أن ظهرت الشركات المساهمة اللبنانية في ثلاثينات القرن الماضي، هذه الشركات كانت معظمها تستثمر في المرافق العامة من مياه وكهرباء و إتصالات ونقل و خدمات مرفئية، ومع إندلاع الحرب العالمية الثانية حظرت سلطات الإنتداب التداول بالذهب و العملات، و عليه أصبحت إصدارات الشركات المساهمة تشكل نواة عمل البورصة مما أدى إلى التوسع في تأسيس و نشاط الشركات المساهمة، هذا التوسع أظهر الحاجة إلى تنظيم عمليات البورصة لما لها من دور هام في تحويل المدخرات نحو الإستثمار و توفير الأموال لمشاريع التنمية الإقتصادية .

و إيماناً بهذه الأهمية و الدور الفعال تكاثفت الجهود و تعددت الإجراءات و من ذلك صدور المرسوم التشريعي رقم 30 بتاريخ 1985/03/23 الذي أعاد سوق العملات و الذهب إلى بورصة بيروت، كما أنشئت سوقاً للمواد الأولية و المعادن لكن الحرب الأهلية قلبت الأوضاع و أدت إلى إغلاق البورصة لمدة ثلاثة عشر عاماً ليعاد إفتتاحها في 22 فيفري 1996، و سبق الإفتتاح صدور المرسوم رقم (7667) بتاريخ 21 ديسمبر 1995 الذي تم بموجبه وضع النظام الجديد لعمل البورصة، حيث حدد النظام أطر وقواعد التعامل بالقيم المنقولة و الأدوات المالية الأخرى المتداولة في السوق، كما بين النظام الجديد حقوق وواجبات سائر الأطراف ذات العلاقة بالبورصة و المتعاملة معها من شركات ووسطاء و عملاء.

<sup>1</sup> - صبري الخصب تقرير حول أداء بورصة عمان من الموقع الإلكتروني:

<http://www.ammanchamber.org/UploadedImages/file16.doc> جويلية 2006.

<sup>2</sup> - محمد يوسف ياسين البورصة مرجع سبق ذكره ص 18.

"وتدير بورصة بيروت لجنة مؤلفة من رئيس ونائب رئيس وثمانية أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء بناء على إقتراح وزير المالية. كما يتم تعيين مفوض حكومي لمراقبة البورصة وضمان إلتزامها بلقوانين واللوائح التنظيمية"<sup>1</sup>، كما تضم اللجنة الشركات المساهمة اللبنانية بصفتهم أعضاء إضافة إلى الوسطاء، وهم الأشخاص المعنويين الذين يخصص عليهم حق التوسط من قبل اللجنة في عمليات البيع والشراء داخل البورصة.

ثانيا: بورصات الأوراق المالية في كل من فلسطين و العراق

### 1- فلسطين:

أسست "بورصة فلسطين للأوراق المالية" عام 1995 مع تأسيس "شركة فلسطين للتنمية والاستثمار" (باد يكو) كمستثمر رئيسي، وكان الهدف من وراء تأسيس البورصة اجتذاب الثروة الفلسطينية، لدعم الإقتصاد المحلي وتوفير أسس قيام سوق لرأس المال الفلسطيني وكذا تشجيع الفلسطينيين المقيمين في الخارج على تحويل رؤوس أموالهم المودعة لأجل طويل إلى أرض الوطن. تحاول "بورصة فلسطين للأوراق المالية":

\* عرض شروط لتجارة سائلة وقابلة للتداول عبر خط شبكة الإنترنت،  
\* المحافظة على سوق منظمة،

\* حماية المستثمرين من جميع أشكال الإحتيال،

\* تحسين الخدمات ،

\* تعزيز البورصة كسوق إقليمية للأوراق المالية بإستخدامها لأحدث تقنيات الحاسوب في تشغيل وإدارة جميع عمليات التجارة والمقاصة والإيداع والتسوية.

### 2- العراق:

أفتتحت بورصة بغداد للأوراق المالية عام 1992 رغم أنه كان مخططا لها أن تظهر إلى الوجود كقاعدة مالية قبل هذا الوقت بكثير، إلا أن حرب الخليج الأولى و حرب الخليج الثانية حالتا دون ذلك، ثم أعيد إفتتاحها في ماي 2004. وتم تشكيل "الهيئة العراقية للسندات" لمراقبة البورصة وإعادة صياغة القوانين المالية. بما يسمح دخول الإستثمارات الأجنبية. وينظم البنك المركزي مزادات علنية للسندات الحكومية. ولوزارة المالية بموجب "قانون الدين العام" سلطة إصدار التزامات مكفولة من جانب الحكومة العراقية.

<sup>1</sup> - برنامج الأمم المتحدة الإنمائي إدارة الحكم في الدول العربية من الموقع الإلكتروني:

http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp?cid=15 لوظف يوم: 2006/12/4.



### ثالثاً: مشروع البورصة السورية للأوراق المالية

كان في دمشق في الخمسينيات ما عرف بـ "سوق الصيارفة" في سوق الحميدية، حيث كان يتم تداول القيم المنقولة والمعادن الثمينة، إلا أنه لم تكن هناك بورصة رسمية يجتمع بها المتعاملون. وقد وضعت التشريعات اللازمة لتنظيم بورصة الأوراق المالية في عام 1962 لكنه لم يظهر إلى حيز الوجود، غابت مع المتغيرات السياسية ليعود الحديث عنه عام 1987 على شكل مكتب لبيع وشراء الأسهم، ثم تطورت الفكرة ففي 2001/1/8 طرح مشروع قانون بإحداث ما يسمى "السوق السورية للأسهم والأوراق المالية"، وتوجد في سورية نواة للسوق الأولى من خلال وجود عدة شركات مساهمة وبنوك خاصة تصدر أسهما وتطرحها للإكتتاب العام ولكن لا وجود لحد الآن للسوق الثانوية أي سوق التداول وهناك إهتمام رسمي لإنشاء هذه السوق وقد توج هذا الإهتمام بإصدار قانون بتشكيل جهة منظمة وإنشاء الهيئة المشرفة على إقامتها.

وقد أصدر السيد الرئيس بشار الأسد القانون رقم 22 للعام 2005 القاضي بأن تحدث في الجمهورية العربية السورية جهة منظمة تسمى "هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية"، ترتبط برئيس مجلس الوزراء وتمتع بالشخصية المعنوية وبالاستقلال المالي والإداري يكون مقرها في دمشق. تضمن القانون أهداف الهيئة وتشكيل مجلس المفوضين ومهامه والموارد المالية للهيئة والأحكام الخاصة بمخالفة أحكام هذا القانون.

وتعمل الحكومة السورية على تحضير المستلزمات المادية والبشرية لإفتتاح سوق دمشق للأوراق المالية أواسط عام 2007، ومن ذلك "قيام الحكومة بتخفيف الضريبة على دخل الشركات المساهمة العامة إلى 14% فقط، وهو ما يمثل نصف معدل سقف الضريبة على الدخل، و إعداد وزارة المالية مشروع قانون جديداً يتيح تحويل الشركات السورية من أشكالها الحالية (فردية أو عائلية أو غيرها) إلى شركات مساهمة، هذا التشريع يعد بمثابة نقطة تحول أساسية في النظام الضريبي السوري من جهة وداعماً قوياً لقطاع الأوراق المالية لأنه سيؤدي إلى زيادة عدد الشركات المساهمة وخاصة المساهمة العامة، وسيرفع عدد هذه الشركات من العشرات إلى المئات".<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - هيام علي جريدة الشرق الأوسط 2006/12/05 العدد 10234 من الموقع الإلكتروني

<http://www.asharqalawsat.com/details.asp?section=6&issue=10234&article=395249> لوحظ يوم: 2006/12/12.

### المطلب الثالث: بورصات الأوراق المالية في الخليج العربي

تشمل هذه المجموعة كل من دول مجلس التعاون الخليجي ( الإمارات العربية المتحدة، السعودية، الكويت، البحرين، سلطنة عمان، قطر )، و اليمن.

أولاً: بورصات الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي

#### 1 - الإمارات العربية المتحدة:

كان لمسار التنمية الإقتصادية و الإجتماعية في دولة الإمارات الأثر الكبير في تشكيل الأوضاع الإقتصادية للمجتمع، فقد أمكن للأسس و المبادئ العامة للتنمية التي إعتمدها دولة الإمارات والجهود الجادة على مختلف المستويات تحقيق إنجازات عديدة يمكن أن تعبر عنها مؤشرات إقتصادية و إجتماعية تعتبر متميزة حسب المقارنات الدولية، و من مؤشرات التطور هذه، ما شهدته قطاع المؤسسات المالية حيث إن هذا التطور يعكس في الحقيقة مجمل التطورات التي تحدث في مجمل القطاعات الإقتصادية في الدولة و بما يلي حاجات هذه القطاعات نحو الإنطلاق للتنمية الشاملة؛ فقد أرتفع عدد البنوك التجارية من 20 بنكا في العام 1973 إلى 47 بنكا في عام 2002 تمارس عملها من خلال شبكة فروع بلغ عددها 400 فرع في عام 2002 إضافة إلى حوالي 37 مكتبا تابعا لهذه البنوك و حوالي 231 محلا للصرافة و لا بد من الإشارة إلى أن لدخول سوقي أبو ظبي و دبي للأوراق المالية قفزة نوعية في تطور قطاع المؤسسات المالية و إستكمال بنيته الأساسية . فتأسس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية إعتبارية مستقلة، تعمل كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الإتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق. وقد تم إفتتاح السوق بتاريخ 26 مارس 2000<sup>1</sup>.

تأسست "هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع" عام 2000، وهي هيئة التنظيم والترخيص المسؤولة عن سلامة وشفافية "سوق أبو ظبي للأوراق المالية" و "سوق دبي المالية" التي باشرت عملياتها في ماي من نفس العام. وأفتتح "مركز دبي المالي العالمي" عملياته العالمية في سبتمبر 2004، وتتواصل الجهود

<sup>1</sup> - خبر صحفي من الموقع الإلكتروني:

[http://www.dfm.ae/dfm/Uploads/MarketNews/UPLOADS/DFM\\_%20IPO\\_11\\_11\\_2006.doc](http://www.dfm.ae/dfm/Uploads/MarketNews/UPLOADS/DFM_%20IPO_11_11_2006.doc) لوحظ يوم: 2006/12/27

و تلقى النصح من صندوق النقد الدولي لتطوير إطار تنظيمي شامل لأسواق رأس المال الناشئة. كما توجد خطط لتشكيل "مجلس إدارة أسواق الأوراق المالية" لمراقبة السوق؛ والشركات ملزمة من زاوية الحرص على الشفافية على إصدار بيانات مالية ربع سنوية.

## 2- قطر:

تم إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون رقم 14 لسنة 1995، لتبدأ عملها في السادس والعشرين من شهر ماي عام 1997. وقبل هذا التاريخ كان التعامل بأسهم الشركات المساهمة في دولة قطر يتم من خلال عدد من مكاتب الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل، الأمر الذي أدى إلى أن تحدد أسعار البيع والشراء بطريقة غير عادلة، في ظل غياب المعلومات، كما أدى إلى صعوبة تسجيل الأسهم عند حاجة المستثمر إلى النقد. عند تأسيس سوق الدوحة للأوراق المالية روعي إنتهاج الأنظمة الأكثر تطوراً، وذلك تفادياً للأخطاء التي مرت بها الأسواق الأخرى فجرى إعداد اللوائح والأنظمة التي تحكم عمل السوق على النحو الذي يكفل نزاهة التداول ويحفظ حقوق المستثمرين بائعين ومشتريين على حد سواء. ومن جهة أخرى أخذت بعين الإعتبار جميع الأنظمة والقوانين المعمول بها في الدولة، بينما رفعت إلى جهات الإختصاص الإقتراحات لتعديل بعض الأحكام التي تساعد في توسيع قاعدة المستثمرين وتتيح لأكبر شريحة من المواطنين المساهمة في بناء الاقتصاد الوطني للبلاد. ويمكن تلخيص الأهداف التي أنشئت السوق من أجلها بما يلي<sup>1</sup>:

- إتاحة الفرصة لاستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد الوطني.
- ضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة.
- العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم جهود التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الإقتصادية للدولة.
- ترشيد وتطوير أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويوفر الحماية للمتعاملين.

<sup>1</sup> - نبذة مختصرة عن تطور العمل في سوق الدوحة للأوراق المالية من الموقع الإلكتروني:

- العمل على تشجيع إنشاء شركات جديدة، وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار.
- قيد الأوراق المالية الجديدة في السوق، والسرعة في تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب.
- إصدار النشرات والتقارير التي تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم اليومية والأسبوعية والشهرية والسنوية، وجميع البيانات الأخرى التي من شأنها أن توضح للمستثمرين الأوضاع المالية للشركات.

وفي سنة 2002 تم تأسيس نظام تسجيل إلكتروني لتسجيل الأسهم والتحويلات، ويوفر موقع سوق الدوحة للأوراق المالية على شبكة الإنترنت معلومات جديدة وآنية، كما يستطيع مواطنو دول مجلس التعاون الخليجي تملك 25 % من أسهم أي شركة تتاجر في البورصة حيث صدر قانون في 14 جانفي 2005 يجيز للمستثمرين الأجانب التداول في سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة لا تتعدى 25 % من أسهم التداول، و يحصل المستثمرون الأجانب على جميع الحقوق الممنوحة للقطريين في ما يتعلق بعضوية مجالس إدارات الشركات.

### 3- البحرين:

الموقع الإستراتيجي لدولة البحرين مكنها من أن تشكل مركز جذب للشركات والبنوك الأجنبية التي سعت إلى إفتتاح فروع لها في دولة البحرين بغرض تمويل عمليات تجارة الإستيراد و التصدير وذلك منذ بداية القرن الماضي، ففي عام 1921 تم إفتتاح أول فرع لبنك أجنبي ، و في نهاية عام 1944 إفتتح البنك البريطاني للشرق الأوسط فرعاً في البحرين ليكون بذلك ثاني فرع لبنك أجنبي في البحرين ، ثم توالى بعد ذلك عمليات إفتتاح العديد من الفروع و مكاتب التمثيل للشركات والبنوك التجارية و الإستثمارية في البحرين.

و يعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956 المتعلق بإنشاء أول بنك وطني و هو بنك البحرين الوطني، الذي بدأ نشاطه مع مطلع عام 1957، بمثابة الإنطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في البحرين ، ثم تبع ذلك تأسيس العديد من الشركات و المؤسسات المالية، التجارية، الخدمية و الصناعية خلال عقدي الستينات و السبعينات من القرن الماضي، وتزايدت أعدادها بشكل كبير مع بداية عقد الثمانينات، هذا العقد الذي شهد أيضا نشوء سوق غير رسمي لبيع و شراء أسهم الشركات المساهمة العامة إلا أن هذا السوق كان يفتقر للأسس القانونية، التشريعية، الفنية،

و الإدارية اللازمة لنجاح و إستمرار عمل بورصات الأوراق المالية الأمر الذي جعل هذا السوق يفضّل في توفير الثقة و الإطمئنان لدى المستثمرين، كما عجز أن يعكس القيمة الحقيقية للأسهم من خلال أسعار أسهم الشركات المتداولة، مما ولد الحاجة إلى تأسيس سوق رسمي يأخذ دوره الطبيعي ضمن قطاعات الإقتصاد الوطني و ضمن برامج و سياسات التنمية الإقتصادية و الإجتماعية للدولة، و في سبيل تحقيق هذا الهدف تم التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) في إجراء دراسة جدوى لإنشاء بورصة للأوراق المالية في البحرين، فكانت النتائج إيجابية و مشجعة لإنشاء مثل هذا السوق نظرا لما تتميز به البحرين من موقع إستراتيجي و بحكم كونها مركزا ماليا إقليميا و دوليا، وبناء على ذلك صدر المرسوم بقانون رقم (4) لسنة 1987 و الخاص بإنشاء و تنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم (13) لسنة 1988، ليتم بذلك إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لإستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول و نشر المعلومات حيث تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989 بـ 29 شركة مدرجة فتولت مؤسسة نقد البحرين الإشراف على جميع القطاعات المالية، بما في ذلك أسواق رأس المال، عام 2002 و بالتالي أشرفت على البورصة. و اتخذت المؤسسة خطوات في سنة 2004 لإستكمال الإطار التنظيمي و الرقابي لهذا القطاع انسجاما مع المعايير الدولية التي وضعتها "المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية" كما أصدرت المؤسسة "معايير الإطلاع أو الإفصاح" للشركات المدرجة في بورصة البحرين، وإضافة إلى "الأوامر التوجيهية" المتعلقة بالوقاية من و حظر غسل الأموال في بورصة البحرين، كانت قواعد جديدة منظمة للسندات و الأوراق المالية موضع بحث مع المشاركين في البورصة، كما سبق لمؤسسة نقد البحرين أن نفذت إتفاقيات مع وكالات إقليمية مماثلة من دول الجوار مثل "سوق مسقط للأوراق المالية" في عام 1995، و سوق عمان المالي عام 1996، و الهيئة المصرية لسوق رأس المال عام 1997. و علاوة على ذلك، وقعت بورصات البحرين و مسقط و الكويت عام 1996 إتفاقيات لتبادل إدراج الأسهم فيما بينها، كما تم توقيع إتفاقية مع بورصة الكويت عام 1997 لتعزيز التبادل بين البلدين ، لكن البحرين كانت أيضا الدولة الرائدة في إصدار الصكوك الإسلامية فأصدرت مؤسسة نقد البحرين دليل "إرشادات بشأن إصدار و طرح و إدراج سندات الدين الإسلامية" في بورصة البحرين، حتى أصبحت المركز الإقليمي الأول لإدراج و تجارة السندات الإسلامية، و تسعى المؤسسة أيضا إلى إدراج المزيد من "الشركات الخاصة و العائلية".

#### 4- سلطنة عمان :

كانت أول خطوة في طريق إنشاء بورصة للأوراق المالية هي إنشاء شركة عمان للفنادق في عام 1976 وهي أول شركة مساهمة عمانية طرحت أسهمها للإكتتاب العام ثم تلى قيام هذه الشركة بإنشاء العديد من الشركات المساهمة العمانية الأخرى التي بلغ عددها 73 شركة قبل قيام السوق؛ وعلى الرغم من صدور التشريعات الإقتصادية و المالية التي تحكم مختلف جوانب العمل المالي و الإقتصادي في السلطنة و تطويرها بين الحين و الآخر، فقد ظل سوق إصدار و تداول الأسهم و السندات العمانية يعمل بصورة غير منظمة نظرا لغياب تشريع و جهاز متخصص ينظمه، يشرف عليه و يراقب نشاطه، ومع إزدياد عدد الشركات المساهمة و إزدياد الوعي الإستثماري أصبحت الحاجة إلى تنظيم عمليات السوق أمرا ضروريا و ذلك إيمانا بأهميته و دوره في تحويل المدخرات نحو الإستثمار و توفير الأموال لمشاريع التنمية الإقتصادية و من الجهود التي بذلت في هذا الصدد صدور المرسوم السلطاني رقم 53 لعام 1988، الذي أنشئ بموجبه سوق مسقط للأوراق المالية كشخصية معنوية مستقلة لها أهلية التصرف في أموالها و إدارتها و مباشرة نشاطها وفق الأسس التجارية، أوكلت له مهمة تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل فيها ببيع و شراء، باشر السوق أعماله بعد إستكمال كافة الإجراءات و الترتيبات اللازمة حيث شهدت قاعة السوق أول عملية تداول يوم 20 ماي 1989 ثم أعيد تنظيمه في نوفمبر 1998 بمقتضى المرسوم السلطاني رقم 98/80 و رقم 98/82 وذلك من خلال من خلال قيام ثلاثة أجهزة رئيسية منفصلة، وهي<sup>1</sup>:

- الهيئة العامة لسوق المال: و تختص بتنظيم و ترخيص و مراقبة إصدار الأوراق المالية و تداولها داخل السلطنة و الإشراف على سوق مسقط للأوراق المالية و جميع المتعاملين فيها .
  - سوق مسقط للأوراق المالية: و تختص بقيد و تداول الأوراق المالية و تكون بورصة لتداولها .
  - شركة مسقط للإيداع و تسجيل الأوراق المالية: و تختص بحفظ سجلات المساهمين و إيداع و تسجيل و حفظ عقود بيع و شراء الأوراق المالية و إثبات إنتقال الملكية و إصدار بيانات إلى المساهمين بذلك. وهي مرتبطة بنظام إلكتروني مع السوق لسهولة نقل البيانات
- و في نفس العام أي 1998 تم إنشاء نظام إلكتروني لتبادل الأسهم، و في عام 1999 تم إدراج عمان في دليل "مؤسسة التمويل العالمية" للأسواق الناشئة، أما "شركة مسقط لتسجيل الودائع و الأوراق المالية" فهي هيئة أخرى تعمل على تنظيم سوق الأوراق المالية، وهي شركة مغلقة يملك 60% من أسهمها الأشخاص الذين ساهموا في رأس مالها، فيما تم تملك الـ 40% المتبقية في البورصة، تتحكم هذه الهيئة

<sup>1</sup> - الهيئة العامة لسوق المال من الموقع الإلكتروني: <http://www.cma-oman.com/arabic/index.htm> لوحظ يوم: 2005/11/16.

بالإيداعات والتحويلات الخاصة ببورصة مسقط، كما تقوم بتحديث سجلات ملكية الأسهم وحفظها وإعداد التقارير بهذا الشأن.

وبذلك أصبحت سوق الأوراق المالية في السلطنة تقف على أرضية صلبة يكمن محورها الأساسي في تنمية الثقة بالاستثمار وتنشيط وتنظيم العمليات المتعلقة بسوق رأس المال.

### 5- السعودية:

تعتبر الشركة العربية للسيارات التي تأسست في عام 1934 أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، تلاها إنشاء ثلاث شركات كهرباء، ثم شركة الإسمنت العربية التي تأسست عام 1954، ليتزايد بعد ذلك تأسيس الشركات المساهمة مواكبة لإحتياجات التنمية الإقتصادية في تلك المرحلة، وفي نهاية سبعينات القرن الماضي قامت الحكومة بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة الأمر الذي نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها، كما قامت بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة حيث تم طرح أسهمها للإكتتاب العام، إن تظافر هذه العوامل سواء إزدياد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ أو الإجراءات الحكومية ساهم في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور ومن ثم الحاجة إلى تبادل تلك الأسهم فيما بينهم مما ترتب عليه نشوء سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع و شراء الأسهم، و نظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب وكذا ظهور بعض الممارسات غير القانونية كمنشأ أسعار غير واقعية للأسهم صدر المرسوم رقم 8/1230 لتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وفي منتصف الثمانينات وضعت الحكومة كافة عمليات تداول الأسهم تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي، كما فوضت البنوك التجارية بممارسة أعمال الوساطة في تداول الأسهم، وشهدت سوق الأسهم تطورا كبيرا بإدخال نظام تداول (TADAWUL)<sup>1</sup> في أكتوبر 2001 وتم أيضا تعزيز شفافية السوق حيث تقوم الجهات المصدرة للأسهم بنشر بياناتها الدورية، كاليانات المالية بواسطة شبكة الأنترنت، لتصبح بذلك المملكة العربية السعودية من بين الدول الرائدة في العالم، إن لم تكن الأولى، في إنشاء سوق آلية بالكامل للأسهم.

و تعتبر سوق الأوراق المالية السعودية سوق تعامل مباشر حيث تشتري البنوك وتبيع الأسهم عن طريق نظام تداول إلكتروني "نظام المعلومات الإلكتروني للأوراق المالية" الذي أسسته "مؤسسة النقد

<sup>1</sup> - وهو نظام متكامل لتجارة الأسهم يتم بموجبه إتمام الصفقات والتسوية والمقاصة بشكل فوري، وتتيح هذه التقنية للمستثمرين الفرصة للاستثمار بكل راحة ويسر من منازلهم أو مكاتبهم عن طريق شبكة الأنترنت.

العربي السعودي" (البنك المركزي) سنة 1990 ليقوم بإدارة بورصة، تجمع كل الأوراق المالية المحلية في سوق واحدة، دعم تدفق البيانات إلى المستثمرين، أما "قانون أسواق رأس المال" (المرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 31 جوان 2003) فقد أسس "هيئة أسواق رأس المال" كمرجع تنظيمي موحد يفصل الوظائف الرقابية والإشرافية عن عمليات السوق.

وفي سنة 1994 تم السماح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بالمتاجرة في الأسهم العادية السعودية حيث كانت هذه السوق مغلقة في وجه المستثمرين غير السعوديين، كما سمح وزير المالية والإقتصاد الوطني، سنة 1999 للمستثمرين الأجانب بالإستثمار في الأسهم السعودية من خلال تمويل مشترك مفتوح المدة وبحلول مارس 2000 كان 122 مستثمرا قد سجلوا أنفسهم لدى "مؤسسة النقد العربي السعودي"

#### 6- الكويت:





عرف الكويتيون التعامل في الأسهم منذ أول شركة مساهمة كويتية طرحت أسهمها للإكتتاب العام في 1976 (بنك الكويت الوطني) ثم أخذت الشركات المساهمة بعد ذلك في التزايد حتى أصبحت تمثل منفذا إستثماريا للأموال التي تراكمت من النشاط الإقتصادي خاصة بعد إكتشاف النفط .



وقد إكتسبت مرحلة بداية التعامل في الأسهم أهمية مميزة، ليس فقط لأنها مثلت المرحلة الأولى لتأسيس الشركات المساهمة وظهور أسهمها كأول نوع من الأوراق المالية المحلية القابلة للتداول، وإنما استمدت أهميتها من كونها شهدت تكوين المعالم والملاح الرئيسية للاقتصاد الكويتي الحديث، كما شهدت هذه المرحلة تدفق رؤوس الأموال الكويتية من الخارج للإستثمار المباشر، بالإضافة إلى إستيراد السلع والخدمات .




وقد كان لصدور القانون التجاري رقم (1976) لسنة 1976 دورا أساسيا في تنظيم إصدار الأوراق المالية والإكتتاب فيها، وصدر أول قانون رقم (1976) لتنظيم تداول الأوراق المالية في الكويت في أكتوبر من عام 1976، حيث إهتم بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج. ويعد صدور القانون رقم (1976) لسنة 1976 والخاص بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة، أول خطوة هامة لتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية .

وفي فيفري عام 1976 تم إنشاء مكتب لشعبة الأوراق المالية في المنطقة التجارية الخامسة بمدينة الكويت، وتم في نوفمبر سنة 1976 صدور أول قرار وزاري رقم



وتشكلت     بتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية

بموجبه أول لجنة للأوراق المالية  
 في أبريل عام   تم إفتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في المنطقة التجارية الخامسة بمدينة الكويت، حيث تولى العاملون فيه تجميع ما يتم تداوله يوميا من الأسهم ، ثم إصدار نشرة يومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات ثم توزيعها على وسائل الإعلام ومكاتب الوسطاء.  
 عام 1983 هزت سوق الأوراق المالية الكويتية أزمة عرفت بأزمة المناخ ، حيث كان يتم تداول أسهم غير مدرجة في البورصة، إضافة إلى أسهم من المفترض أن تصدرها شركات خليجية مؤسسة في الخارج، وتم إقبال أعداد كبيرة من المساهمين، وفيما بعد تبين أن هذه الشركات وهمية، ما تسبب بخسارة أموال ضخمة وإفلاس معظم المستثمرين وإهمار السوق.

وفي الرابع عشر من شهر أوت عام    صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة لأوراق المالية وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الإقتصادية للبلاد.

ومن الضروري الإشارة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية، ومنذ منتصف الثمانينات من القرن الماضي وهو عضو فاعل في عدد من الإتحادات والمنظمات المالية ومن أمثلة ذلك:<sup>1</sup>

- 1- إتحاد البورصات العربية، وتعد سوق الكويت للأوراق المالية عضو فعال في هذا الإتحاد كما أنه يتولى الأمانة العامة للإتحاد منذ عام 1989.
- 2- عضوية الإتحاد العالمي لبورصات القيم في باريس.
- 3- عضوية الجمعية الدولية لتداول السندات.
- 4- قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية التابعة لصندوق النقد العربي.
- 5- المشاركة في إتفاقات ربط وتعاون مع الأسواق العربية والخليجية.
- 6- إتفاقية ربط بين سوق الكويت للأوراق المالية والبورصة المصرية في أبريل 1996 وقد إنضمت إليها بورصة بيروت في سبتمبر 1996 كطرف ثالث.
- 7- إتفاقية ربط بين البورصة الكويتية وسوق البحرين للأوراق المالية في 27/9/1997 وقد بدأ تطبيقها في السوقين في 15/2/1998.

ثانيا: مشروع بورصة الأوراق المالية اليمنية

<sup>1</sup> - نبذة عن البورصة من الموقع الإلكتروني لبورصة الكويت

في إطار برنامج تعزيز سياسات الإصلاحات الهيكلية ورفع كفاءة وفاعلية القطاع المصرفي وتهيئة الظروف المناسبة لتعزيز المناخ التنافسي للقطاع الخاص يسعى اليمن لإنشاء بورصة للأوراق المالية بسرعة لما تمثله هذه السوق من أهمية في تحريك الإستثمارات والإستفادة من المدخرات، "حيث كان اليمن في السابق يعتمد اعتمادا كبيرا علي تمويل عجز الميزانية عن طريق أذونات الخزانة، مما أدى إلي تراكم الديون حتى بلغت 250 مليار ريال يمني (الدولار يساوي 184 ريالا) وبنسبة فائدة تتراوح بين 13% - 20% منذ أن شرعت البلاد بتطبيق تلك السياسة"<sup>1</sup>.

ومن الضروري الإشارة إلى أن إنشاء بورصة الأوراق المالية اليمنية مازال بين أخذ ورد ، ففيما يري البعض أنها ستساهم في تعزيز عملية الإصلاح المالي والإداري وتقلص الفساد وتصحح العلاقات المالية والمصرفية في البلاد، يعتقد آخرون أن هذه الخطوة قد تكون رافدا جديدا من روافد الفساد الذي يعصف بالمؤسسات العامة.

### ثالثا: الجهود العربية لتطوير بورصات الأوراق المالية

كما إزداد إهتمام الدول العربية بإقامة بورصات الأوراق المالية تعاضمت بالمقابل الجهود التي تبذل في مجال تطويرها، حيث شهدت هذه البورصات وخاصة العريقة منها، سلسلة من الإصلاحات ماهي في الواقع إلا إنعكاس للتوجهات الإقتصادية و السياسية لبرامج التثبيت الهيكلي و الإصلاح الإقتصادي، أي تنمية و تطوير هذه البورصات لتواكب سياسات الخصخصة و الإتجاه نحو إقتصاد السوق من خلال تحديث النظم، القواعد و التشريعات بغية تحقيق هدفين:<sup>2</sup>

**الأول:** هو تشجيع قيام بيئة إقتصادية و إجتماعية و نفسية ملائمة لنجاح السوق و تعزيز الثقة فيها وكذا حماية حقوق المستثمرين.

**الثاني:** هو جعل التعامل بأدوات السوق أكثر جاذبية من جانب المستثمرين لإصدارات جديدة. وقد أسفرت هذه الإصلاحات على:<sup>3</sup>

✓ تحديد واضح لدور البورصة من حيث كونها آلية لتعبئة المدخرات الوطنية و توظيفها في مجالات الإستثمار المختلفة.

<sup>1</sup> - خبر صحفي من الموقع الإلكتروني [www.almotamar.net/news/10373.htm](http://www.almotamar.net/news/10373.htm) لوحظ يوم: 2007/01/03.

<sup>2</sup> - صلاح الدين حسن السبسي الشركات متعددة الجنسيات و حكم العالم عالم الكتب القاهرة (مصر) الطبعة الأولى 2003 ص 59.

<sup>3</sup> - عبد المطلب عبد الحميد السوق العربية المشتركة (الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة) مجموعة النبل العربية القاهرة (مصر) الطبعة الأولى 2003 ص 228، 229.

- ✓ تنظيم مهنة الوساطة، حيث نصت التشريعات الجديدة على ضرورة أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركات المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم ووضعت مجموعة من الأحكام و الضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات.
- ✓ الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد و التداول في البورصة، لأن إعطاء الدور التنفيذي للقطاع الخاص و إعطاء الدور الرقابي و التشريعي للحكومة يعمل على فصل الدورين و بالتالي تفعيل الرقابة مما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين بسوق الأوراق المالية، مع الأخذ في الإعتبار إن كان الدور الحكومي في البورصة يمكن قبوله في بداية تطور سوق المال لكن من الصعب قبوله إلى ما لا نهاية لأنه يتناقض مع طبيعة إقتصاد السوق الذي تعد البورصة أحد أعمدته الرئيسية.
- ✓ تطوير نظام التداول في السوق، حيث تم تحويل نظام التداول اليدوي إلى تداول آلي باستخدام الحاسبات الآلية، وقد تم توسيع نطاق نظام التداول الإلكتروني المستخدم بشكل تدريجي ليشمل جميع الشركات المدرجة في البورصة و تسود البورصات العربية حالياً أنظمة تداول متطورة وأجهزة ذات كفاءة عالية للتسوية، خاصة في أسواق الكويت و السعودية، مصر و تونس و عمان.
- ✓ الإفصاح المالي للقضاء على محاولات الغش و التلاعب و توفير قدر كافي للمتعاملين من المعلومات و البيانات بصورة عامة و المستثمر الفرد بصورة خاصة، حيث أن مقاييس جودة السوق تتطلب توفير الشفافية و نماذج التقارير المالية التي تلزم الشركات بتقديمها دورياً والإفصاح المالي و توافر نظم المحاسبة المالية الدولية المتقدمة و محاربة الإتحاد المبني على معلومات داخلية، وهذا من شأنه تعزيز الثقة في السوق.
- فقد تبلورت هذه الإصلاحات في تحديث النظم و القواعد و التشريعات و المؤسسات من أجل تهيئة بيئة إقتصادية، إجتماعية و نفسية ملائمة لنجاح السوق، حماية حقوق المستثمرين و تعزيز الثقة في السوق.

### المبحث الثالث: خصائص بورصات الأوراق المالية العربية

من النقطة السابقة، إتضح لنا الإهتمام المتزايد من طرف الدول العربية بإقامة بورصات الأوراق المالية أو تطوير القائم منها، وذلك في إطار سياسات الإنفتاح و التحرر و الإصلاح الإقتصادي التي تحتاح العالم العربي بأكمله، و الهادفة إلى إعادة هيكلة الإقتصاديات الوطنية و تصحيح الإختلالات و تحسين مناخ الإستثمار، ومن خلال هذا المبحث سنحاول التعرف على أداء بورصات الأوراق المالية العربية، السمات و الخصائص التي تشترك فيها هاته البورصات، ثم مظاهر و سمات ضعفها.

#### المطلب الأول: أداء بورصات الأوراق المالية العربية

من بين المؤشرات العديدة التي تعطينا فكرة عن أداء و تطور بورصات الأوراق المالية، نستخدم كل من: حجم السوق، سيولة السوق و درجة تركيز السوق، علما أنه قد يكون للمؤشر الواحد عدة مقاييس، و قد لا يكون للمؤشرات نفس الإتجاه، أي قد تتمتع سوق ما بمؤشر جيد دون الآخر لأن هذه المؤشرات تقيس جوانب مختلفة من تطور الأسواق.

#### أولاً: حجم السوق

يقاس حجم السوق بما يعرف برسملة السوق و هي النسبة بين مجموع قيم الأسهم المسجلة و الناتج المحلي الإجمالي، و نلاحظ أن هذه النسبة ضعيفة إلى حد ما في الدول العربية (الجدول 18-2)، فكانت متزايدة طيلة الفترة 1994-1997 حيث إنتقلت من  $\text{١٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠}$  مليون دولار إلى  $\text{١٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠}$  مليون دولار و كانت حصة الأسد منها للعربية السعودية برسملة تقدر بـ  $38\ 693,33$  مليون دولار عام 1994 و  $59378,32$  مليون دولار عام 1997 تليها مباشرة الكويت في المرتبة الثانية بـ  $(10\ 967,25 - 27244,56)$  مليون دولار، و في المرتبة الثالثة، مصر بـ  $(4\ 258,82 - 20\ 875,70)$ ، إلا أن الأوضاع إنقلبت في سنة 1998، أين عرفت معظم الدول العربية إنخفاض في رسملة أسواقها، بما في ذلك العربية السعودية والكويت، و لم تشهد هذه السنة إرتفاع في رسملة السوق إلا في مصر حيث إرتفعت رسملة سوقها بنسبة 16.8% و المغرب التي عرفت إرتفاع بنسبة 27.35%، و

يعود تراجع أداء بورصات الأوراق المالية خلال عام 1998 إلى سببين رئيسيين: يتمثل الأول في تباطؤ النمو الإقتصادي في بعض الدول العربية و خاصة في الدول النفطية بسبب انخفاض أسعار النفط بشكل كبير خلال هذه السنة مما أثر على ربحية الشركات و بالتالي أدى إلى الإنخفاض في أسعار أسهمها و تراجع ثقة المستثمرين في الأسواق؛ و السبب الثاني يتمثل في إستمرار موجة التصحيح في أسعار الأسهم بعد الإرتفاعات الكبيرة التي شهدتها معظم البورصات خلال 1997، و ماعدا عام 2000 الذي إنخفضت فيه رسملة السوق للعديد من بورصات الأوراق المالية العربية، شهدت الفترة 1999-2005 إرتفاع في هذا المؤشر لدى العديد من بورصات الأوراق المالية العربية، الإرتفاع الذي يعزى إلى توافر سيولة نقدية عالية في الدول النفطية بتأثير إرتفاع أسعار النفط و توجيه الجزء الأكبر من هذه السيولة إلى الأسواق المالية، إضافة إلى الإصلاحات الإقتصادية في بعض الدول العربية و التي كانت الدافع لإستقطاب الإستثمارات الأجنبية.

و كمؤشر إضافي عن حجم السوق وهو عدد الشركات المدرجة (الجدول 19-2) نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في مجموع الدول العربية سنة 2000 يقدر ب 1678 شركة محققا بذلك زيادة 54.1% بالمقارنة مع 1994، لتصل إلى 1665 مقابل 1597 شركة كانت مدرجة أواخر عام 2004 بسبب إرتفاع الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية من 125 شركة عام 2004 إلى 156 شركة عام 2005 و دخول 28 شركة من سوق فلسطين للأوراق المالية في قاعدة أسواق الأوراق المالية العربية لأول مرة، إضافة إلى إرتفاع الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية إلى 59 شركة.

و إذا كان حجم السوق في الدول العربية يتميز بالصغر من جانب العرض، فإن هذه الخاصية تمتد إلى جانب الطلب، "حيث يتسم الطلب على الأوراق المالية و المقاس بعدد و حجم أوامر الشراء بالتدني، و يرجع ذلك إلى عدة أسباب منها: إنخفاض معدل الدخل النقدي، و الإدخار الفردي، بإستثناء الدول الخليجية، و تدني الوعي الإستثماري لدى العديد من الأفراد لا سيما ما يتعلق بالأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول، و تفضيلهم توظيف مدخراتهم في الموجودات الثابتة كالعقارات و الودائع المصرفية. هذا علاوة على منافسة القطاع العام لجمهور المدخرين للحصول على الأوراق المالية المطروحة في ظل محدوديتها، و كذلك منافسة الأوراق المالية الحكومية في الحد من الطلب على الأوراق المالية للشركات، حيث تلزم الدول في بعض الأحيان المؤسسات المالية و المصرفية و شركات التأمين و مؤسسات الضمان الإجتماعي بجائزة نسب معينة من هذه الأوراق"<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - شذا جمال خطيب، صغف الركبى العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال مؤسسة طابا بالتعاون مع إتحاد أسواق المال العربية الطبعة الأولى 2002 ص 84.

### ثانيا: سيولة السوق

يعتبر هذا المؤشر في مقدمة أولويات المستثمر، سواء المحلي أو الأجنبي على حد سواء لتحديد رغبته في الإستثمار. لرصد واقع السيولة في بورصات الأوراق المالية العربية، نستخدم كل من المؤشرات التالية: قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة و معدل الدوران.

**1. قيمة التداول:** من الجدول (20-2) نلاحظ أنه وبالرغم من أن قيمة التداول في البورصات العربية للأوراق المالية أقل من مثيلاتها في الأسواق الناشئة و المتقدمة، إلا أنها في تطور مستمر طيلة مدة الدراسة من 10513.17 مليون دولار عام 1994، إلى 63894.75 مليون دولار عام 1997 يعود هذا الإرتفاع إلى إرتفاع في قيمة الأسهم بسبب تضافر عدة عوامل، منها التوسع الملحوظ في الإئتمان و التسهيلات الممنوحة من قبل المصارف التجارية لعملائها لأغراض تشجيع التعامل بالأوراق المالية، و هذا ما أدى إلى إرتفاع الطلب على الأوراق المالية في الوقت الذي إتسمت فيه الأسواق بمحدودية العرض في الأوراق المالية بصفة عامة و الأوراق المتاحة للتداول بصفة خاصة.

و بعد تصحيح هذه الإختلالات في الأسعار، نجد أن قيمة التداول إنخفضت إلى 36538.94 مليون دولار عام 2000، ثم عاودت إرتفاعها المستمر لتصل إلى 1435412.06 مليون دولار عام 2005.

**2. عدد الأسهم المتداولة:** من الجدول (21-2) نلاحظ أن عدد الأسهم المتداولة كان في عام 1994 3150.05 مليون سهم و إرتفع حتى بلغ قيمة 35856.03 مليون سهم في عام 1997، أين إحتلت البحرين المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة بـ 630.09 مليون سهم، تليها سوق مسقط للأوراق المالية بـ 374.08 مليون سهم، ثم سوق الأسهم السعودي بـ 313.98 مليون سهم، لتتقلب الأوضاع على غرار باقي المؤشرات عام 1998، و ينخفض العدد إلى 15837.26 مليون سهم في البورصات العربية مجتمعة، و إستمر هذا الإنخفاض حتى عام 2000 ليلعب 9073.06 مليون سهم، ثم إرتفع من جديد ليلعب ما قيمته 110847.31 مليون سهم عام 2005.















**3. معدل الدوران:** إن المقياس الأخر للسيولة يتمثل في معدل دوران السهم، و الذي يقاس بالنسبة بين مجموع قيم تداول الأسهم و رسملة السوق، " و تعتبر القيمة العالية لمعدل دوران السهم مؤشر لتدني تكاليف التداول، كذلك يعتبر معدل دوران السهم مؤشر لمستوى نشاط السوق و يقيس خواص البنية المؤسسية بحيث يعطينا فكرة على التدفق الحر للمعلومات و سرعة إستيعابها و إنعكاسها المباشر في السعر<sup>1</sup> و على العموم يتميز معدل الدوران في الدول العربية (الجدول 2-22) بالإنخفاض حيث تراوح من 14.49% عام 1994، ليصل إلى 24.66% عام 2000، و إلى 111.20% عام 2005. ومن الجدول (2-23) يعكس لنا المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تطور الأداء في بورصات الأوراق المالية العربية (أنظر الملحق رقم 06).

#### ثالثاً: درجة تركيز التداول

و هي نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، و هي تعكس جودة الأوراق المالية، و الملاحظ من الجدول (□□-□) أن معظم الدول العربية تعاني من إرتفاع درجة تركيز التداول، و هو ما يعني إنخفاض الأسهم ذات الجاذبية.

جدول رقم (□□-□): درجة التركيز للعشرة شركات الأكثر تداولاً في بورصات الأوراق المالية

#### العربية في ماي □□□□

الدولة	درجة التركيز(%)
الأردن	□□
مصر	□□□□
المغرب	□□□□
السعودية	□□□□
عمان	□□

<sup>1</sup> - زيطاري سامية ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة (حالة أسواق الأوراق المالية العربية) مرجع سبق ذكره ص 116.

<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	الكويت
--	--------

**المصدر:** شذا جمال خطيب، ضعف الركبي العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال مرجع سبق ذكره ص 100.

و يمكن إرجاع هذا الإرتفاع إلى سببين رئيسيين هما:  
 . إحتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.  
 . إنخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة.

### المطلب الثاني: أسباب ضعف البورصات العربية

تعددت أسباب ضعف البورصات العربية تبعا لتباين الظروف الإقتصادية، الإقتصادية و الإجتماعية و السياسية لهذه الدول، هذه الأسباب التي يمكن إجمالها فيما يلي:

#### أولا: أسباب تتعلق بالإستثمارات

- حجم الإستثمارات في المنطقة العربية صغير نسبيا و بالتالي يسهل تمويلها من عدد قليل من الأفراد و أصحاب الدخول و الثروات الكبيرة.
- اللجوء إلى التمويل الذاتي و إعادة إستثمار الأرباح غير الموزعة خاصة في حالة توسع الشركات الناجحة في نشاطها ، فتفضل هذه الأخيرة كبار المستثمرين اللذين قدموا رأس المال الأصلي.
- خفض نسبة الأرباح الموزعة و تكوين إحتياطات و إعادة إستثمارها في نفس المشروع في المستقبل.
- عدم إنتشار شركات المساهمة التي يتم تمويلها من خلال إصدارات الأسهم و السندات، و التوسع في المؤسسات الصغيرة و المشروعات العائلية.

#### ثانيا: أسباب تنسب إلى المستثمرين

- خوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي تضر بالسوق المالية في المدى الطويل، خاصة الأفراد العاديين إذ يخشون من توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية.
- سيطرة عدد محدود من كبار المستثمرين على حصص كبيرة من أسهم الشركات القائمة، و إحتفاظهم بها لمدة طويلة ، مما يؤدي إلى ركود تداولها.
- غياب الفهم العام لمعايير الإستثمار ، و ندرة التحليل الإستثماري السليم.
- تركيز المستثمرين على أسهم الشركات التي توزع أرباحا سنوية مرتفعة ، وليس على الشركات التي تكون إحتتمالات نموها كبيرة.

#### ثالثا: أسباب هيكلية

- \* توظيف بعض البنوك و شركات الإستثمار و التأمين لجانب كبير من أموالها في الخارج ، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض مقدار الأموال السائلة التي توجه إلى السوق المالية المحلية
- \* غياب الترابط فيما بين أسواق المال العربية من جهة، وبينها وبين الأسواق الدولية من جهة أخرى، إضافة إلى إفتقارها إلى شبكة للمعلومات المالية، الإستثمارية و الإقتصادية و غياب شبكات الإتصال الحديثة.
- \* عدم تنوع الأوراق المالية مع غياب دور الوساطة المالية المتخصصة.
- \* إستمرار وجود قوانين تجارية غير ملائمة ،
- \* تردد السلطات في السماح بإستخدام أدوات إقتراض جديدة، و إستمرار إعتتماد الشركات على مصادرها الداخلية لتمويل نشاطاتها و إستثماراتها التوسعية .
- \* القيود الكثيرة و الرقابة المشددة التي تفرضها السلطات النقدية و المالية العربية على تداول الأوراق المالية بين قطر و آخر.
- \* الإختلاف و التنافس بين السياسات النقدية و المالية العربية ، و القيود على حركة رأس المال و أسعار الفائدة و أسعار الصرف و السياسة الإئتمانية المصرفية.
- \* ضعف التشابك الإقتصادي العربي ، و العمل الإقتصادي العربي المشترك.
- \* إتجاه المدخرات نحو الودائع المصرفية و لآجال قصيرة ، مما يصعب تحويلها إلى قروض أو أوراق مالية طويلة الأجل، مما يحد من تكامل الأسواق النقدية.

### المبحث الرابع: وسائل تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية

بقيت بورصات الأوراق المالية العربية بعيدة عن التأثير في الساحة الدولية، إذ تحتل مكانا هامشيا في الأسواق المالية الدولية و حتى بين الأسواق الناشئة و فيما يلي نتطرق إلى أسباب ضعف بورصات الأوراق المالية العربية و السبل الممكنة لتنشيطها.

### المطلب الأول: الأدوات المالية الإسلامية و دورها في تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية

تعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنها: " صكوك تصدرها مؤسسات مالية بإعتبارها مضاربا، تمثل حصة شائعة في رأس مال مشروع معين أو مشروعات متعددة، و تشارك في الأرباح المتوقعة و الخسائر المحتملة و تتميز بأجال متفاوتة و بقرارات مختلفة على التداول و الإسترداد"<sup>1</sup>.

فللأدوات المالية الإسلامية مجموعة من الخصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية، كما لها عدة أنواع و هو ما سنتطرق إليه فيما يلي:

#### أولا: خصائص الأدوات المالية الإسلامية

من التعريف السابق فإن الأدوات المالية الإسلامية تتسم بالميزات التالية:

- 1- مشروعية نشاط الجهة المصدرة للورقة المالية من باب فقه المعاملات و لا يجب تداول أسهم المشروعات التي تدير أنشطة محرمة كالخمر و نحوها.
  - 2- تمثيل الورقة لحصة شائعة من موجودات المؤسسة مما يعني أنها لا تمثل دينا في ذمة الجهة المصدرة لها.
  - 3- عائد الورقة المالية يكون نسبة متفق عليها، يتم تحديدها في نشرة الإصدار من الربح الذي يتحقق فعلا، و دون أي تحديد كمي مسبق لهذا العائد، أو نسبه إلى القيمة الإسمية للورقة.
- و هنا نشير إلى أنه يمكن أن تتضمن نشرة الإصدار نسبة الربح المتوقعة للمشروع، و هذا لا يعتبر تحديدا للربح بنسبة من رأس المال مقدما، لأن المصدر لا يكون مسؤولا عن تحقيق تلك النسبة إذا ظهرت نتائج

<sup>1</sup> - وليد أحمد الصافي الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية و علوم التسيير تخصص نقود و مالية جامعة الجزائر دفعة 2002-2003. ص 244.



فعالية مخالفة لتوقعاته، في حين أنه يسأل عن مصداقية و صحة البيانات التي وردت في دراسة الجدوى ويتم التحقق من عدم إخفائه بيانات مهمة أو إدلائه بمعلومات غير صحيحة.

4- يتمتع المشروع الممول من حصيلة الإكتتاب بذمة مالية منفصلة عن ذمة المصدر أو المكتتبين.

5- تكون الأدوات المالية قابلة للتداول بعد إنتهاء فترة الإكتتاب، و تخضع عملية التداول، التسجيل والإسترداد للشروط التي تحكم كل أداة بحسب ما يرد في نشرة الإصدار.

6- يجوز تداول الأدوات المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية بضوابط شرعية وفقا لظروف العرض و الطلب، كما يجوز أن تقوم الجهة المصدرة في فترات دورية بإعلان أو إيجاب يوجه للجماهير تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الأسهم بسعر معين، تستعين في تحديد هذا السعر بأهل الخبرة ووفقا لظروف السوق و المركز المالي للمشروع.

7- يستحق الربح بظهوره، ولا يلتزم إلا بالقسمة، و بالنسبة للمشروع الذي يدر إيرادا أو غلة يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التصفية يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب. فالأدوات المالية الإسلامية تتميز عن غيرها في إلزامها بضوابط الشريعة الإسلامية.

### ثانيا: أنواع الأدوات المالية الإسلامية

حث الإسلام على حفظ المال وتنميته وإستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة، ومن أجل ذلك فقد وضع العديد من الضوابط الشرعية التي تكفل حسن إدارة المال وإستثماره، ومن ذلك مشروعية البيع والتجارة وحرمة الربا والإكتناز والإحتكار وكافة أشكال المقامرات والمراهنات التي تتضمن أكل أموال الناس بالباطل، ومن هذا المنطلق إقترح الفقهاء مجموعة من الأدوات أهمها:

#### 1- الأسهم:

و لا يقصد بها كل أنواع الأسهم، بل العادية فقط كونها تشترك في الربح و الخسارة و تستثنى الأسهم الممتازة لأن لها إمتياز في الربح و في إسترداد رأس المال، وتنقسم هذه الأسهم إلى نوعين:

##### أ- أسهم المشاركة:

وهي الأسهم التي يمتلك أصحابها حقوق الملكية، الإدارة، التصويت و الإنتخاب.

##### ب- أسهم القراض:

تمثل هذه الأسهم حقوق المشاركة في الأرباح فقط دون أن يكون لمالكها حق التدخل في الإدارة والتصويت، أو الإنتخابات و الترشيح لعضوية مجلس الإدارة.

#### 2- صكوك المشاركة المخصصة:

" تقوم هذه الصكوك على فكرة أن يكون رأس مال المضاربة مقسما إلى حصص متساوية يملك كل

صاحب حصة بمقدار ما يشتريه من حصص، حيث يعطى له لإثبات حقه سندا بذلك، وهي تمثل حصصا استثمارية في مشروع أو مشروعات محددة، وليس لأصحابها حق في الإدارة و لا في التصويت عند إتخاذ القرارات.<sup>1</sup> كما يطلق على مثل هذا النوع من الصكوك إسم سندات المقاصة<sup>2</sup>

### 3- صكوك الإستثمار و صكوك التمويل ذات العائد المتغير:

تعتبر صكوك الإستثمار و التمويل كبديل شرعي للسندات و أذونات الخزنة ، و سنحاول إبراز أهم الفروقات بين النوعين في الجدول الموالي:

### جدول رقم (2-26) : الفرق بين صكوك الإستثمار و صكوك التمويل ذات العائد المتغير

صكوك التمويل ذات العائد المتغير	صكوك الإستثمار
	<b>من حيث القيمة:</b>
- لا تزيد قيمة الصكوك عن صافي أصول الشركة إلا بقرار من وزير الإقتصاد.	- لا يجوز تجاوز الصكوك عشرة أمثال رأس مال الشركة.
- تكون شهادات إسمية قابلة للتداول.	- لا يجوز إصدار الصكوك بأكثر أو أقل من قيمتها.
	<b>من حيث الحقوق المكفولة:</b>
- الإصدار الواحد له حقوق متساوية.	- جميع حقوق و إلتزامات أصحاب الصكوك في الإصدار الواحد متساوية.
- تصدر بقرار من الجمعية العمومية.	- لمالك الصك الحق في الأرباح دون المشاركة في الإدارة .
- تطرح عن طريق الإكتتاب العام بعد موافقة سوق المال عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك من الهيئة.	- لمالك الصك حق إسترداد القيمة عند إنتهاء المدة مضافا إليها نصيبه من الأرباح.
- يجوز إصدار صكوك تمويل للتحويل لأسهم.	- يجوز أن توزع عليهم مبالغ لهم تحت الحساب على الأرباح.
- تقيد صكوك التمويل في جداول أسعار البورصة خلال سنة على الأكثر من تاريخ تغطيتها أو من تاريخ قفل باب الإكتتاب.	<b>من حيث العائد:</b>
	- توزع الأرباح و الخسائر بين الشركة و أصحاب الصكوك بنسبة صافي حقوق الملكية لصاحب الأسهم إلى صافي قيمة

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي البورصات Editions الطبعة الأولى 1998 ص 91.

<sup>2</sup> - المادة الثانية من قانون البنك الإسلامي الأردني رقم 13 لسنة 1978.

	<p>الصكوك.</p> <p>- يوزع الربح بعد خصم نصيب الشركة من الأرباح القابلة للتوزيع بحد أقصى 10% من قيمة الأرباح الصافية.</p>
--	---

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على ضياء مجيد الموسوي البورصات مرجع سبق ذكره ص 92، 93.

#### 4- صكوك صناديق الإستثمار:

تعمل صناديق الإستثمار الإسلامية على تحقيق عوائد مرتفعة شريطة أن تكون غير ربوية و متوافقة و مبادئ الشريعة الإسلامية و على هذا الأساس فهي تعتمد على المضاربة في الأسهم المتخصصة في العقارات و المتاجرة في المعادن و الصفقات التجارية.

فتقوم صناديق الإستثمار بشراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية بفئات مختلفة، تحصل على مواردها عن طريق إصدار شهادات تسميها حصص، هذه الحصص تتداول في سوق الأوراق المالية، و يمكن إسترداد قيمتها و تسيلها.

و إلى جانب هذه الأدوات يمكن إستحداث العديد منها، إذ أن أي أداة تحمل مخاطرة، تعكس أصلا وتدر معدل عائد متغير مرتبط بأداء الأصل تعتبر متوافقة مع لشريعة الإسلامية .

#### ثالثا: دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط البورصات العربية

إن إدراج الأدوات المالية الإسلامية يجعل من البورصة مكانا مريحا نفسيا لعملاء البنوك الإسلامية و المؤسسات المالية الإسلامية الملتزمين بصحة المعاملات و شرعيتها و ذلك عوض الشك و الريبة و عدم الثقة السائدة تجاه البورصة في الوقت الحالي، هذا الشعور النفسي السلبي سببه الإهيارات التي عرفتها البورصات الإقليمية و العالمية كأزمة يوم الإثنين الأسود و أزمة نمور آسيا.

فإذا تمكنت البورصات العربية من الإقتراب من نفسية قطاع كبير من المدخرين في العالم العربي فإنها سوف تستقطب فئة كبيرة و جديدة من المتعاملين ذوي القدرة و الرغبة في التعامل في سوق الأوراق المالية هذا من جهة، و من جهة أخرى سوف توفر البورصات العربية البعد الشرعي و التشريعي و المكان الملائم لإستثمار و إستيعاب السيولة الفائضة لدى البنوك و المؤسسات المالية الإسلامية.

و إضافة إلى ما سبق فإن إدراج الأدوات المالية الإسلامية يربط إلى حد ما نشاط البورصة بالحاجات الفعلية لنشاط الإقتصاد العربي، إذ يلاحظ أن القطاعات التي يتم تداول أسهمها بكثرة القطاعات و البنوك العقارية، بينما يقل معدل دوران و تداول أسهم القطاع الصناعي و الزراعي و قطاع النقل و غيرها من الأنشطة التي تضطلع بدور تنموي في النشاط الإقتصادي.

## المطلب الثاني: دور صندوق النقد العربي في تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية

رغبة من حكومات الدول العربية في إرساء المقومات النقدية للتكامل الإقتصادي العربي، ودفع عجلة التنمية الإقتصادية في جميع الدول العربية، قد إتفقت على إنشاء هيئة عربية تسمى (صندوق النقد العربي).

### أولاً: تعريف الصندوق و أهدافه

صندوق النقد العربي مؤسسة مالية إقليمية عربية، نشأ بموجب الإتفاقية التي عقدت بين الدول العربية بمدينة الرباط بالمملكة المغربية يوم السابع والعشرين من أبريل عام 1976، بدأ في ممارسة نشاطه عام 1977 و يبلغ عدد الدول الأعضاء فيه 22 دولة عربية هي: الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، تونس، الجزائر، جيبوتي، السعودية، السودان، سورية، الصومال، العراق، سلطنة عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، ليبيا، مصر، المغرب، موريتانيا، اليمن و جمهورية القمر، و بما أن لكل مؤسسة أهداف تعمل على تحقيقها فإن صندوق النقد العربي لم يخرج عن هذه القاعدة و هو يهدف إلى المساهمة في تحقيق الأغراض التالية:<sup>1</sup>

1. تصحيح الاختلال في موازين مدفوعات الدول الأعضاء.
2. العمل على إزالة القيود على المدفوعات الجارية بين الدول الأعضاء.
3. إرساء السياسات وأساليب التعاون النقدي العربي، و العمل على تهيئة الظروف المؤدية إلى إنشاء عملة عربية موحدة.
4. إبداء المشورة، عند طلبها، في ما يتصل بالسياسات الاستثمارية الخارجية.
5. تطوير الأسواق المالية العربية.

### ثانياً: برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال أسواق الأوراق المالية العربية

أولى صندوق النقد العربي منذ إنشائه أهمية خاصة للمساهمة في تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، إستناداً إلى ما أولته إتفاقي إنشائه من مسؤوليات في هذا المجال، وإنطلاقاً من الدور الهام الذي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها لمجالات الإستثمار المتنوعة وتوفير مصادر التمويل للمشروعات الإقتصادية المختلفة.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي النشأة و الأهداف من الموقع الإلكتروني: <http://www.amf.org.ae/vArabic/showPage.asp> لوحظ يوم: 2006/10/04.

ولتحقيق ذلك، سعى الصندوق لبذل الجهود على عدة محاور.

\* يتعلق المحور الأول بالمعلومات والبيانات المتعلقة بأنشطة هذه الأسواق. ففي هذا المجال، ونظرا لندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية عن بورصات الأوراق المالية في الدول العربية، أنشأ الصندوق قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لتقوم بجمع المعلومات والبيانات الرسمية و الموثوقة عن أوضاع ونشاطات هذه الأسواق، ومعالجتها بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة ثم نشرها بصورة دورية ومنتظمة. وعلى الرغم من أن العديد من المؤسسات العاملة على إدارة هذه الأسواق تصدر نشرات دورية قيمة، إلا أن بعض هذه النشرات محدودة التوزيع ولا يمكن مقارنة البيانات الواردة فيها، سواء فيما بينها أو مع مثيلاتها في الأسواق المالية الناشئة أو المتطورة. وفي ضوء ذلك، عمل الصندوق على إنشاء القاعدة لتحقيق مجموعة من الأهداف، أهمها<sup>1</sup>:

- 1 - المساعدة على تنمية الوعي الإستثماري العربي، والإعلام بنشاط بورصات الأوراق المالية العربية، وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية، ومجال لإستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعمليات تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام.
  - 2 - ضمان إستمرارية النشر وتدفق المعلومات عن أوضاع ونشاط هذه الأسواق بصورة دورية ومنتظمة، وذلك بعد إعدادها على أسس موحدة لتيسير المقارنة بينها مع إجراء التحليلات المالية اللازمة وإحتساب المؤشرات التي تبين إتجاهات التداول والأسعار في كل منها.
- ولقد إنطلقت القاعدة في بداية عام 1995 بالتعاون مع ستة من بورصات الأوراق المالية في الدول العربية وهي البورصات في الأردن والبحرين وتونس وسلطنة عمان والكويت والمغرب، ثم انضمت إليها البورصات في السعودية ولبنان ومصر. وخلال الربع الأول من عام 2002 إضمت إلى القاعدة البورصات في كل من أبو ظبي ودبي وقطر. ومنذ ذلك الوقت، استمر الصندوق في إصدار النشرة الفصلية حول التطورات في الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، والتي تشمل تحليلات لأنشطة هذه البورصات خلال الفترة المعنية وكذلك التطورات الاقتصادية ذات العلاقة بأنشطة هذه البورصات. وفي سبيل التعريف ببورصات الأوراق المالية العربية المشاركة بصورة أكبر، تضمنت النشرة منذ صدور عددها الأول، فصلا خاصا عن أحد هذه الأسواق يتناول نشأته وتطوره بما في ذلك المعلومات التي

<sup>1</sup> - برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال أسواق الأوراق المالية من الموقع الإلكتروني:

تتعلق بإجراءات الاستثمار في الأوراق المتداولة فيه لتكون بمثابة دليل للمستثمرين. وبعد إستكمال هذه الفصول حول الأسواق المشاركة أصدر الصندوق عددا خاصا حول هذه الأسواق.

\* أما المحور الثاني، فيتعلق بالأبحاث والدراسات والمسوحات الميدانية لبورصات الأوراق المالية العربية للتعرف على أوضاعها والخروج بتوصيات عملية لتطويرها وزيادة التنسيق فيما بينها. وفي هذا الصدد، أجرى الصندوق بالتعاون مع بعض المؤسسات والخبرات العربية والأجنبية دراسات ومسوحات ميدانية في معظم الدول الأعضاء تم عرض نتائجها على الدول المعنية في حينه.

ويقوم الصندوق بإعداد الدراسات والأبحاث حول التطورات في هذه البورصات بصورة مستمرة، كما يعمل على تنظيم والمشاركة في الندوات والمؤتمرات المتعلقة بها وذلك من أجل زيادة الوعي بأهمية دور هذه الأسواق والبحث عن سبل تطويرها بما يتماشى مع المستجدات مع التغيرات المتواصلة في بيئة عملها.

\* أما المحور الأخير من برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية، فيتعلق بتوفير المعونة الفنية اللازمة للدول الأعضاء لإنشاء وتطوير أسواقها المالية. ويأتي هذا الاهتمام ضمن برنامج تسهيل التصحيح الهيكلي الجديد الذي أقره مجلس محافظي الصندوق في عام 1997، بهدف توفير الدعم المالي والفني للدول الأعضاء ومساعدتها في ترسيخ وتعزيز مقومات الاستقرار الاقتصادي الكلي والانتقال إلى مرحلة متقدمة في مسيرة التصحيح الاقتصادي التي تتطلب تعميق وتعزيز الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي وقطاع مالية الحكومة.

### المطلب الثالث: دور البنوك العربية في تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية

كما لا يمكن إغفال الدور الذي يمكن أن تقوم به البنوك في تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية، و الحد من العراقيل التي تحد من أدائها لمهامها، و في هذه النقطة نميز بين دور البنوك التجارية و بنوك الإستثمار و دور البنوك المركزية.

#### أولاً: دور البنوك التجارية و بنوك الإستثمار

يمكن للبنوك العربية أن تقوم بالعديد من الوظائف التي من شأنها تنشيط بورصات الأوراق المالية العربية، ومن هذه الوظائف<sup>1</sup>:

#### 1. ضمان تغطية الإكتتاب و توزيع الإصدارات الجديدة:

<sup>1</sup> - وليد أحمد صافي الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق مرجع سبق ذكره ص 258 ( بالتصرف).

بسبب ما لهذه البنوك من خبراء ووحدات متخصصة و إتصالات واسعة مع البنوك الأخرى و المستثمرين من أفراد و شركات، الأمر الذي يقلل من تكاليف و صعوبات إستيعاب الإصدارات في السوق، و تقليل الوقت اللازم لإنجاز عملية التسويق.

### 2. عمليات تمويل الشركات و المشاريع:

فمن الوظائف المهمة لبنوك الإستثمار وظيفة تمويل الشركات و إرشاد الشركات إلى المعادلة المناسبة بين رأس المال و المديونية، و تجديد التوقيت الأمثل للإصدارات الجديدة من أسهم و سندات، و الطرق المختلفة للتمويل (أسعار فائدة ثابتة أو عائمة، قروض بالعملة الصعبة أو المحلية، قروض قصيرة أو طويلة الأجل... إلخ).

### 3. القيام بدور المستثمرين المؤسسيين:

تشمل أعمال بنوك الإستثمار التعرف على المشاريع الجديدة و الترويج لها، و المساعدة في تأسيس الشركات و غالباً ما تقوم هذه البنوك بتوفير قسم من رأس المال المطلوب لإقامة المشروعات، و تساعدها على توفير التمويل المطلوب و جذب المستثمرين الجدد، كما أن بنك الإستثمار يكون له من يمثله في مجلس إدارة الشركات الجديدة للمساعدة في إدارتها، و مع نمو و تثبيت أقدم هذه الشركات في السوق، قد يبادر البنك المؤسس إلى طرح أسهم هذه الشركات.

### 4. تقديم الخدمات الإستثمارية:

تشمل هذه الوظيفة قيام البنك بتقديم النصح و المشورة حول نوع و تشكيلة الأوراق المالية المرغوبة، بالمقارنة مع تكاليف الأوراق المالية البديلة و مردودها و مخاطرها في ضوء أوضاع الشركات المصدرة لها.

### 5. توفير خدمات إدارة المحافظ و صناديق الإستثمار:

و ذلك عن طريق إستثمار الموارد المالية لحساب المستثمرين من المؤسسات و الأفراد في الأسواق المالية العالمية و المحلية.

### 6. المساعدة في تحويل ملكية الشركات:

فتساهم بنوك الإستثمار في تحويل ملكية المنشآت سواء من شركات تابعة لأفراد أو مملوكة للدولة إلى شركات مساهمة، و هنا تلعب البنوك دورين أساسيين. الدور الإستشاري يتمثل في إعداد دراسات الجدوى و التي تشمل تقييم موجودات هذه المؤسسات و تحديد عدد و قيمة الأسهم المطلوب إصدارها، أما الدور الثاني فهو تمويلي و يتمثل في قيام بنوك الإستثمار في الإكتتاب في هذه الأسهم، أو إيجاد مجموعة مستثمرين يشاركون في عملية الإكتتاب هذه.

7. العمل كصانعي أسواق:

فصانع السوق لا ينتظر أوامر البيع و الشراء لمطابقتها حسب رغبات المستثمرين، و لكنه يلتزم بأسعاره المعلن عنها كأسعار قابلة للتنفيذ الفوري إذا طلب منه المستثمر ذلك، وهذا يمكن المستثمر في أي وقت من شراء و بيع أي ورقة مالية مدرجة بغض النظر عن فترات الصعود و الهبوط، و إنعكاساتها على حالات التداول في الأسواق الثانوية للأوراق المالية، و الملاحظ أن غالبية الدول العربية تعتمد على الوسطاء لتنفيذ أوامر البيع و الشراء دون وجود مؤسسات تعمل كصانعة أسواق.

8. الإضطلاع بدور أمناء الإستثمار:

تتطلب غالبية التشريعات التي تحكم العمل المصرفي عزل المحافظ الإستثمارية التي يمتلكها البنك ضمن محفظة موجوداته من تلك الأوراق المالية التي يشتريها لصالح الغير ضمن حساب الأمانة، و في هذا المجال يمكن للبنوك العربية أن تلعب دور أمناء الإستثمار نيابة عن عملائها و ذلك من خلال إضطلاعها بمهمة بيع و شراء الأوراق المالية لصالح عملائها بسبب خبرتها و مواكبتها للتطورات و المستجدات في هذه الأسواق.

9. إنشاء سوق لسندات الشركات:

فمن المهام الرئيسية لبنوك الإستثمار تعميق سوق السندات سواء التي تصدرها الدولة أو التي تصدرها مؤسسات القطاع الخاص، فأسلوب الإقتراض في الأسواق المالية العالمية أخذ يتحول و بسرعة من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية.

10. تشجيع الإقتراض بضمان الأوراق المالية:

بسبب هذه القروض فإن المتعاملين يستطيعون شراء الأوراق المالية بمبالغ أكبر مما تسمح به الأموال المتاحة لهم بدون التمويل المصرفي.

11. تعزيز التعاون مع مؤسسات العون الإنمائي و ترويج سنداها:

فيجب أن تبادر البنوك العربية إلى زيادة و توثيق التعاون بينها و صناديق التنمية العربية و لا سيما الصندوق العربي للإنماء الإقتصادي و الإجتماعي، و صندوق النقد العربي.

12. ترويج الإستثمار بالأدوات المالية الإسلامية:

يمكن للبنوك العربية حوض هذه التجربة من خلال تأسيس مؤسسات مالية إسلامية في الدول التي تتبنى هكذا توجه، أو من خلال المشاركة في تأسيس هكذا بنوك و مؤسسات، و أيضا الإقبال على تداول الأدوات و الأوراق المالية و الإستثمارية التي تطرحها المؤسسات المالية و المصرفية الإسلامية،



بإدخال هذه الأوراق و الأدوات في محافظ البنوك العربية الإستثمارية، أو في محافظ عملائها الذين قد يكلفونها بشراءها لحسابهم.

### 13. المساهمة في إنشاء مؤسسة عربية مشتركة للوساطة المالية:

لعل أهم مساهمة قد تقدمها البنوك العربية للأسواق المالية العربية و تنشيط التداول فيها و الربط فيما بينها، هي مبادرتها إلى إنشاء مؤسسة عربية مشتركة كبرى للوساطة المالية تأخذ شكل شركة مساهمة عامة، تفتح فيها المساهمة على قدم المساواة للمواطنين العرب، و تتوزع فروعها في الدول العربية. هذه المؤسسة إن توافرت لها الإمكانيات اللازمة و الظروف المواتية، يمكن أن تؤدي دورا رائدا في أكثر من مجال في كل من السوقين الأولي و الثانوي بالدول العربية على النحو التالي:

- أن تكون وسيط يقوم بترتيب بيع و شراء للأوراق المالية، سواء للإصدارات الجديدة (السوق الأولي)، أو لما هو معروف للبيع من أوراق مالية متداولة (السوق الثانية).
- أن تكون ضامنة للإصدار بحيث تتكفل بضمان تسويق الإصدارات الجديدة.
- تقديم الخدمات الإستشارية المتخصصة في مجال إصدار و تداول الأوراق المالية العربية وما يرتبط بهما من خدمات متنوعة.

### 14. توفير سبل الإتصال السريع للمعلومات المالية:

يقتضي تطور بورصات الأوراق المالية العربية و تنشيط التداول فيها، توفير سبل الإتصال السريع لنقل المعلومات المختلفة حول تداول الأوراق المالية على تنوعها، و هنا تبرز الحاجة إلى قيام البنوك العربية لإقامة شبكة إلكترونية للإتصالات في داخلها لتأمين سرعة نقل المعلومات و تبادل عروض البيع و طلبات الشراء و غيرها من الإتصالات اللازمة لتيسير إنجاز المعاملات المالية في أسرع وقت ممكن، كما تبرز الضرورة إلى مبادرة البنوك العربية في إنشاء مركز عربي للمعلومات عن الأوراق المالية يرتبط بشبكة الإتصالات الإلكترونية و يغذي باستمرار بكافة البيانات الحديثة اللازمة.

### ثانيا: دور البنوك المركزية

أما البنوك المركزية العربية فيمكنها المساهمة في تطوير بورصات الأوراق المالية العربية بالقيام بالأدوار التالية:<sup>1</sup>

#### 1. توفير التشريع اللازم لتحقيق التحرير المالي بحيث:

- أ- يتيح للبنوك توسيع نشاطاتها الإئتمانية لتشمل الإئتمان متوسط و طويل الأجل.

<sup>1</sup> - وليد أحمد صافي الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق مرجع سبق ذكره ص 269، 270.

ب- يسمح لها بإستعمال الأدوات المالية الجديدة التي إنتشرت في البلدان الأخرى بعد التطور الهائل في أساليب التمويل.

2. السماح بإنشاء بنوك إستثمارية خاصة للترويج و الإكتتاب في الإصدارات الجديدة من وسائل الملكية (الأسهم) و الدين (السندات) و ضمان الإكتتاب بها.

3. السماح للبنوك بالمشاركة في ملكية و إدارة مشروعات إنتاجية تثبت جدارتها الإقتصادية، و توافرت لها الإمكانيات المالية اللازمة، و ذلك بالمشاركة مع القطاع الخاص و القطاع العام إذا شاء.

4. ضمان البنك المركزي لشهادات الدين و السندات الصادرة بشكل خاص عن مؤسسات المرافق العامة الإقتصادية، كمشروعات حكومية أو خاصة، مما يوسع من سوق السندات، وبالتالي من سوق رأس المال.

5. السماح بإنشاء مصارف متخصصة للصادرات و المستوردات، يمكن أن يساهم فيها البنك المركزي، أو يمددها بقروض قصيرة و متوسطة الأجل، مع مساهمة المؤسسات الحكومية و البنوك التجارية و شركات الإستثمار، بالإضافة إلى القطاع الخاص.

6. السماح للبنوك بإقامة مؤسسات تمويل مشتركة تساهم فيها، و تضمن إصداراتها من الأسهم و السندات، و توفر لها ما تحتاجه من تمويل، على أن تقدم هذا التمويل لآجال مختلفة.

7. السماح للبنوك الوطنية بتوظيف جزء من مواردها في أدوات مالية عربية في الأسواق المالية المحلية العربية، مما يحقق ترابطا بين هذه الأسواق، و ينوع من أدواتها الإستثمارية.

8. على النطاق الإقليمي العربي، يمكن للبنوك المركزية العربية أن تضمن الإصدارات من السندات لصالح أقطار عربية في الأسواق المالية العربية، أو لدى المصارف العربية العاملة خارج المنطقة العربية.

و هكذا فإن الدور الذي ينبغي على البنوك المركزية أن تقوم به أوسع مساحة و أكثر شمولاً من الرقابة الشديدة و الفعالة على النقد و الإئتمان المصرفي، و العمل على تحقيق الإستقرار النقدي من خلال و سائل الرقابة النقدية غير المباشرة على النقد، و إنما يتعدى ذلك إلى تطوير الأنظمة المصرفية و النقدية و المالية إلى مستوى يتلاءم مع متطلبات النمو الإقتصادي و المالي و إستمراره.

### خلاصة الفصل الثاني:

تضمن الفصل إستعراض لبيئة الأعمال العربية و ظروف نشأة بورصات الأوراق المالية في الدول العربية و كذا أدائها، مما جعلنا نستخلص النتائج التالية:

✓ إهتمام الدول العربية بتطوير الهياكل المالية فيها، و ذلك في إطار الإصلاح الهيكلي لإقتصادياتها، و إدراكها بأهمية الدور الذي تؤديه بورصات الأوراق المالية خاصة في تعبئة المدخرات الوطنية و جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الإقتصادية إلى جانب الوظائف الأخرى التي تضطلع بها بورصات الأوراق المالية، فشهدت معظم الدول العربية قيام بورصات للأوراق المالية فيها و كذا بعض المؤسسات التي تساند عملها كبيوت السمسرة و التقاص و التسوية و صناديق الإستثمار؛

✓ بينما لم يكن في المنطقة العربية سوى ست بورصات في منتصف الثمانينات من القرن الماضي، تضاعف عددها لتقام في معظم الدول العربية و حتى الدول التي لم تقم بها ، هي بصدد الإعداد لإنشائها.

✓ تتميز البورصات العربية كغيرها من البورصات الناشئة بخصائص مشتركة و مجموعة من المعوقات منها ما هو راجع للبيئة الإقتصادية بشكل عام، ومنها ما يعود إلى هيكل و بنية السوق، بينما البعض الآخر أفرزته المتغيرات الإقتصادية العالمية وما إنجر عنها من تحرير لحركة رؤوس الأموال.

ومن الإجراءات التي تتخذها الدول للإستفادة من إيجابيات هذه التغيرات على أحسن وجه، و الحد من تأثيراتها السلبية قدر الإمكان: التعاون بين بورصات الأوراق المالية، و هو ما ندرسه من خلال الفصل الموالي: التعاون بين بورصات الأوراق المالية و الإمكانيات المتطلبة لذلك.

## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية



( مليون دولار )

جدول رقم (2-18): رسملة بورصات الأوراق المالية العربية

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
132,412.89	55,490.40	30,362.51	20,375.76	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق أبوظبي للأوراق المالية
37,638.81	18,383.40	10,962.98	7,087.03	6,314.16	4,943.16	5,834.74	5,862.66	5,456.15	4,556.42	4,724.17	4,626.50	سوق عمان المالي
17,364.31	13,513.18	9,701.77	7,716.39	6,601.27	6,624.35	7,160.73	6,771.80	7,825.78	5,019.39	4,706.80	5,129.30	سوق البحرين للأوراق المالية
646,120.80	306,255.70	157,306.44	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	سوق الأسهم السعودي
123,892.58	73,580.54	59,528.01	35,098.89	26,661.70	19,847.98	19,598.67	18,423.92	27,244.56	20,599.80	14,400.00	10,967.25	سوق الكويت للأوراق المالية
27,274.39	25,174.92	13,050.18	8,564.24	9,030.80	10,875.84	13,701.68	15,610.38	12,248.77	8,554.92	5,970.71	4,446.10	بورصة الدار البيضاء
90.82	140.27	143.64	-	-	-	-	-	-	-	-	-	بورصة الجزائر
2,821.40	2,574.48	2,439.55	2,125.68	2,229.57	2,809.12	2,638.43	2,229.09	2,315.68	3,851.56	3,868.54	2,559.29	بورصة الأوراق المالية التونسية
111,992.68	35,090.90	14,284.23	9,469.52	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق دبي المالي
3,157.15	2,058.42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الخرطوم للأوراق المالية
4,457.36	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
12,062.05	9,317.66	7,246.23	5,268.05	2,634.37	3,518.13	4,303.14	4,536.72	7,312.51	2,752.81	1,971.02	1,856.12	سوق مسقط للأوراق المالية
87,143.34	40,434.79	26,702.11	10,567.22	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الدوحة للأوراق المالية
4,917.18	2,330.74	1,503.00	1,395.26	1,248.27	1,582.50	1,921.35	2,425.49	2,904.55	2,391.08	-	-	بورصة بيروت
79,507.56	38,076.84	27,847.48	26,338.69	24,308.57	30,791.26	33,038.65	24,381.37	20,875.70	14,184.76	8,074.20	4,258.82	بورصة القاهرة
												المجموع

المصدر: إحصائيات صندوق النقد العربي من الموقع الإلكتروني:

<http://www.amf.org.ae/varabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Yearly%20Performance/2002/Excel-Table/yearly2005.htm> لوحظ يوم: 2006/11/13.

## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية



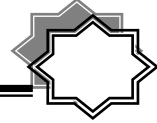
جدول رقم (2-19): عدد الشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية العربية

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
59	35	30	24	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق أبوظبي للأوراق المالية
201	192	161	158	161	163	152	150	139	97	97	95	سوق عمان المالي
47	45	44	40	42	41	41	42	40	37	36	34	سوق البحرين للأوراق المالية
77	73	70	68	76	75	72	74	71	70	69	62	سوق الأسهم السعودي
156	125	108	95	88	86	85	78	74	60	51	48	سوق الكويت للأوراق المالية
54	53	52	55	55	54	54	53	49	48	44	61	بورصة الدار البيضاء
3	3	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	بورصة الجزائر
45	44	45	46	45	44	44	39	34	30	26	21	بورصة الأوراق المالية التونسية
30	18	13	12	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق دبي المالي
49	48			-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الخرطوم للأوراق المالية
28	-	47	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
125	123	141	140	96	131	140	137	119	97	82	68	سوق مسقط للأوراق المالية
32	30	28	25	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الدوحة للأوراق المالية
15	16	14	13	14	13	13	12	8	6	-	-	بورصة بيروت
744	792	967	1,150	1,110	1,071	1,033	861	650	646	676	700	بورصة القاهرة
<b>1,665</b>	<b>1,597</b>	<b>1,723</b>	<b>1,826</b>	<b>1,687</b>	<b>1,678</b>	<b>1,634</b>	<b>1,446</b>	<b>1,184</b>	<b>1,091</b>	<b>1,081</b>	<b>1,089</b>	المجموع

المصدر: إحصائيات صندوق النقد العربي من الموقع الإلكتروني:

<http://www.amf.org.ae/varabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Yearly%20Performance/2002/Excel-Table/yearly2005.htm> لوحظ يوم: 2006/11/13.

## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية



جدول رقم (2-20): قيمة الأسهم المتداولة في بورصات الأوراق المالية العربية (مليون دولار)

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
28,505.78	4,449.14	1,003.87	363.08	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق أبوظبي للأوراق المالية
23,806.35	5,327.17	2,607.14	1,334.67	934.38	405.91	549.34	654.62	501.83	351.10	516.73	615.81	سوق عمان المالي
711.10	463.05	261.14	206.28	250.38	245.44	444.46	576.64	471.67	176.56	106.07	160.25	سوق البحرين للأوراق المالية
1,103,582.77	472,990.78	159,055.55	30,974.47	22,223.44	17,313.45	15,086.79	13,744.93	16,547.22	6,766.76	6,193.87	6,632.27	سوق الأسهم السعودي
97,289.56	51,817.80	54,728.88	22,123.49	11,711.16	4,208.45	6,001.01	10,918.24	34,579.30	19,223.80	6,393.60	1,959.42	سوق الكويت للأوراق المالي
7,859.25	3,757.02	2,443.46	1,440.46	840.75	1,210.90	2,524.77	1,401.74	1,067.11	545.27	290.71	214.14	بورصة الدار البيضاء
0.05	0.12	0.23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	بورصة الجزائر
528.83	256.65	188.52	246.47	342.05	686.78	457.29	164.51	225.10	240.93	604.09	334.48	بورصة الأوراق المالية التونسي
110,304.27	13,735.05	1,026.81	687.80	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق دبي المالي
504.48	130.25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الخرطوم للأوراق المالية
2,103.12	-	67.20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
3,320.41	1,985.19	1,334.30	581.67	419.85	551.41	714.34	2,371.30	3,875.05	579.57	211.06	240.93	سوق مسقط للأوراق المالية
28,252.28	6,343.59	3,220.16	883.07	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الدوحة للأوراق المالية
923.42	197.67	130.99	114.93	52.97	117.96	90.54	336.84	609.56	66.63	-	-	بورصة بيروت
27,720.39	6,835.04	4,349.12	6,443.71	5,912.89	11,798.64	9,725.66	5,367.55	6,017.91	2,579.00	672.11	355.87	بورصة القاهرة
<b>1,435,412.06</b>	<b>568,288.52</b>	<b>232,420.38</b>	<b>65,400.09</b>	<b>42,687.85</b>	<b>36,538.94</b>	<b>35,594.20</b>	<b>35,536.37</b>	<b>63,894.75</b>	<b>30,529.62</b>	<b>14,988.24</b>	<b>10,513.17</b>	المجموع

المصدر: إحصائيات صندوق النقد العربي من الموقع الإلكتروني:

<http://www.amf.org.ae/varabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Yearly%20Performance/2002/Excel-Table/yearly2005.htm> لوظف يوم: 2006/11/13.

## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية



الوحدة: مليون سهم

جدول رقم (2-21): عدد الأسهم المتداولة في بورصات الأوراق المالية العربية

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
8,316.57	947.16	235.20	61.28	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق أبوظبي للأوراق المالية
2,582.62	1,321.72	1,000.24	455.72	335.11	178.32	263.61	248.56	191.10	162.40	125.07	133.82	سوق عمان المالي
458.31	336.52	405.23	352.91	313.10	422.07	534.25	619.84	630.09	298.74	183.70	257.10	سوق البحرين للأوراق المالية
12,281.33	10,298.34	5,565.86	1,735.84	689.59	552.07	527.51	294.97	313.98	137.67	116.60	152.10	سوق الأسهم السعودي
52,201.34	33,540.33	49,565.14	42,163.28	20,825.32	6,758.29	9,495.86	13,917.09	33,988.07	25,720.18	9,056.40	2,519.16	سوق الكويت للأوراق المالية
438.75	179.67	35.24	22.44	15.83	16.45	15.47	9.40	9.77	6.82	3.48	2.97	بورصة الدار البيضاء
0.01	0.02	0.04	-	-	-	-	-	-	-	-	-	بورصة الجزائر
41.43	21.18	12.92	17.12	21.28	28.89	27.48	11.06	10.96	10.85	17.65	15.53	بورصة الأوراق المالية التونسي
25,541.71	5,122.12	326.24	147.95	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق دبي المالي
1,730.51	2,147.34	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الخرطوم للأوراق المالية
369.48	-	4,366.55	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
452.23	349.91	294.39	191.11	123.56	144.34	138.43	283.50	374.08	113.55	41.15	42.10	سوق مسقط للأوراق المالية
1,033.08	305.39	189.97	79.61	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الدوحة للأوراق المالية
89.74	24.54	23.48	26.18	14.73	19.97	16.83	42.15	63.22	0.84	-	-	بورصة بيروت
5,310.20	2,434.50	1,368.13	832.86	1,184.01	952.66	846.09	410.69	274.76	170.40	46.25	27.27	بورصة القاهرة
<b>110,847.31</b>	<b>57,028.74</b>	<b>63,388.64</b>	<b>46,086.29</b>	<b>23,522.53</b>	<b>9,073.06</b>	<b>11,865.53</b>	<b>15,837.26</b>	<b>35,856.03</b>	<b>26,621.45</b>	<b>9,590.30</b>	<b>3,150.05</b>	الجموع

المصدر: إحصائيات صندوق النقد العربي من الموقع الإلكتروني:

<http://www.amf.org.ae/varabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Yearly%20Performance/2002/Excel-Table/yearly2005.htm> لوظف يوم: 2006/11/13.

## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية



جدول رقم (2-22): معدل الدوران في بورصات الأوراق المالية العربية (نسبة مئوية)

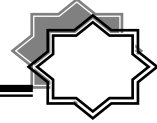
2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
21.53	8.02	3.31	1.78	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق أبوظبي للأوراق المالية
63.25	28.98	23.78	18.83	14.80	8.21	9.41	11.17	9.20	7.71	10.94	13.31	سوق عمان المالي
4.10	3.43	2.69	2.67	3.79	3.71	6.21	8.52	6.03	3.52	2.25	3.12	سوق البحرين للأوراق المالية
170.80	154.44	101.11	41.38	30.36	25.78	24.75	32.24	27.87	14.76	15.14	17.14	سوق الأسهم السعودي
78.53	70.42	91.94	63.03	43.93	21.20	30.62	59.26	126.92	93.32	44.40	17.87	سوق الكويت للأوراق المالية
28.82	14.92	18.72	16.82	9.31	11.13	18.43	8.98	8.71	6.37	4.87	4.82	بورصة الدار البيضاء
0.05	0.09	0.16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	بورصة الجزائر
18.74	9.97	7.73	11.60	15.34	24.45	17.33	7.38	9.72	6.26	15.62	13.07	بورصة الأوراق المالية التونسي
98.49	39.14	7.19	7.26	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق دبي المالي
15.98	6.33			-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الخرطوم للأوراق المالية
47.18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
27.53	21.31	18.41	11.04	15.94	15.67	16.60	52.27	52.99	21.05	10.71	12.98	سوق مسقط للأوراق المالية
32.42	15.69	12.06	8.36	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الدوحة للأوراق المالية
18.78	8.48	8.71	8.24	4.24	7.45	4.71	13.89	20.99	2.79	-	-	بورصة بيروت
34.87	17.95	15.62	24.46	24.32	38.32	29.44	22.01	28.83	18.18	8.32	8.36	بورصة القاهرة
<b>111.20</b>	<b>91.30</b>	<b>64.37</b>	<b>31.31</b>	<b>28.04</b>	<b>24.66</b>	<b>23.86</b>	<b>28.92</b>	<b>43.90</b>	<b>28.33</b>	<b>17.71</b>	<b>14.49</b>	المجموع

المصدر: إحصائيات صندوق النقد العربي من الموقع الإلكتروني:

<http://www.amf.org.ae/varabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Yearly%20Performance/2002/Excel-Table/yearly2005.htm> لוחظ يوم: 2006/11/13.



## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية



جدول رقم (2-23): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (نسبة مئوية)

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
878.40	410.53	136,53	107,20	100	-	-	-	-	-	-	-	سوق أبوظبي للأوراق المالية
353.44	228.26	181,03	111,95	117,93	94,35	116,84	119,50	116,73	109,28	111,52	100,00	سوق عمان المالي
435.16	286.62	134,63	111,27	97,34	108,50	122,39	123,02	137,02	95,90	90,80	100,00	سوق البحرين للأوراق المالية
828.27	349.70	201,98	132,96	129,68	128,44	119,48	90,70	136,37	112,77	100,00	-	سوق الأسهم السعودي
554.59	307.29	258,93	157,92	133,94	101,97	95,48	96,61	156,83	146,97	117,51	100,00	سوق الكويت للأوراق المالية
162.85	74.18	197,56	128,34	128,58	155,75	207,04	225,62	181,69	143,62	109,39	100,00	بورصة الدار البيضاء
554.50	272.88	100,36			-	-	-	-	-	-	-	بورصة الجزائر
238.60	220.65	30,26	26,57	28,32	38,45	39,28	36,93	42,84	90,90	107,37	100,00	بورصة الأوراق المالية التونسية
183.11	160.09	156,12	120,92	100	-	-	-	-	-	-	-	سوق دبي المالي
186.37	138.71	97,70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الخرطوم للأوراق المالية
108.69	53.21	114,80	84,15	64,22	88,76	111,66	115,26	264,71	127,22	103,54	100,00	سوق مسقط للأوراق المالية
205.26	148.23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
385.65	-	206,36	135,29	100	-	-	-	-	-	-	-	سوق الدوحة للأوراق المالية
31.93	31.69	36,57	36,37	34,46	49,14	61,24	78,41	97,86	80,90	100,00	-	بورصة بيروت
103.12	98.01	43,42	36,02	35,78	54,07	99,67	93,27	125,59	115,92	100,00	-	بورصة القاهرة
<b>413.31</b>	<b>215.67</b>	<b>141,87</b>	<b>100,71</b>	<b>100,11</b>	<b>102,21</b>	<b>114,31</b>	<b>104,12</b>	<b>138,45</b>	<b>119,93</b>	<b>108,30</b>	<b>100,00</b>	المجموع

المصدر: - 1994-2003 إحصائيات صندوق النقد العربي من الموقع الإلكتروني:

<http://www.amf.org.ae/varabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Yearly%20Performance/2002/Excel-Table/yearly2005.htm> لוחظ يوم: 2006/11/13.

- المؤسسة العربية لضمان الإستثمار مناخ الإستثمار في الدول العربية 2005-2004.

## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية



جدول رقم (2-4): سعر العملات المحلية للدول العربية مقابل الدولار الأمريكي (1993-2003) (متوسط الفترة)

الدولة	العملة الوطنية	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
الأردن	دينار	0,6928	0,6987	0,7008	0,709	0,7092	0,7092	0,7092	0,7093	0,7092	0,7092	0,7092
الإمارات	درهم	3,671	3,671	3,671	3,671	3,6725	3,6725	3,6725	3,6725	3,6725	3,6725	3,6725
البحرين	دينار	0,376	0,376	0,376	0,376	0,376	0,376	0,376	0,376	0,376	0,376	0,376
تونس	دينار	1,0037	1,0116	0,9447	0,9746	1,1038	1,125	1,2391	1,3731	1,4339	1,3	1,2
الجزائر	دينار	23,345	35,059	47,6847	54,7673	57,6805	58,7241	66,6317	75,3456	77,2641	79,6905	77,4018
جيبوتي	فرنك	...	...	...	177.72100	177.72100	177.72100	177.72100	177.72100	177.72100	177.72100	177.72100
السعودية	ريال	3,745	3,745	3,745	3,745	3,745	3,745	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
السودان	دينار	15,385	28,961	83,2	145	171,2	237	258	260,0039	258,311	263,4088	261,0585
سورية	ليرة	30,06	33	34,36	39,27	44,8786	49,27	48,83	47,77	48,1207	49,1803	49,2111
العراق	دينار	1,4627	1,6498	10,2353	18,0908	29,9133	47,791	68,6378	85,3927	96,9573	112,3841	94,0424
عمان	ريال	0,3845	0,3845	0,3845	0,3845	0,3845	0,3845	0,3845	0,3845	0,3845	0,3845	0,3845
قطر	ريال	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
الكويت	دينار	0,3013	0,2976	0,2996	0,2998	0,3034	0,3048	0,3044	0,3068	0,3065	0,3039	0,298
لبنان	ليرة	741,401	1 680,10	1 620,93	1 570,90	1 539,19	1 515,90	1 507,79	1 507,79	1 507,59	1 507,60	1 507,59
ليبيا	دينار	0,3224	0,3616	0,35	0,37	0,38	0,4004	0,4637	0,511	0,6015	1,2697	1,2889
مصر	جنيه	3,3534	3,3868	3,392	3,391	3,389	3,388	3,395	3,472	3,973	4,5	5,851
المغرب	درهم	9,299	9,203	8,5256	8,7158	9,527	9,6043	9,8032	10,6267	11,56	11,0208	9,5744
موريتانيا	أوقية	120,806	123,575	130,0509	137,2603	152,0306	188,5043	207,7275	239,3944	255,1417	271,4878	263,508
اليمن	ريال	39,54	55,24	100	128,19	129,273	135,8773	155,6088	161,7241	168,6264	176,0023	180,0584

المصدر: إحصائيات صندوق النقد العربي [http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/Eco\\_Ind/BOPFRM01.xls](http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/Eco_Ind/BOPFRM01.xls) لوحظ يوم 2006/11/13.

## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية



جدول رقم (2-5) : سعر العملات المحلية للدول العربية مقابل الدولار الأمريكي (2004-2005) (متوسط الفترة)

الدولة	العملة الوطنية	2004	2005	معدل التغير في قيمة العملة خلال 2004-2005 %	متوسط التغير السنوي في قيمة العملة للفترة 2005-2000 %
الأردن	دينار	0.70902	0.70902	0.00	0.00
الإمارات	درهم	3.67250	3.67250	0.00	0.00
البحرين	دينار	0.37600	0.37600	0.00	0.00
تونس	دينار	1.24550	1.29740	4.17	-1.09
الجزائر	دينار	72.06100	73.27600	1.69	-0.53
جيبوتي	فرنك	177.72100	177.72100	0.00	0.00
السعودية	ريال	3.75000	3.75000	0.00	0.00
السودان	دينار	257.91000	243.61000	-5.55	-1.07
سورية	ليرة	52.20000	53.36000	2.22	1.34
عمان	ريال	0.36450	0.38450	0.00	-0.01
قطر	ريال	3.64000	3.64000	0.00	0.00
الكويت	دينار	0.29470	0.29200	-0.92	-0.98
لبنان	ليرة	1507.50000	1507.50000	0.00	0.00
ليبيا	دينار	1.30000	1.31000	0.77	20.72
مصر	جنيه	6.19600	5.79000	-6.55	10.77
المغرب	درهم	8.86799	8.86499	-0.03	-3.56
موريتانيا	أوقية	265.60000	265.60000	0.00	2.14
اليمن	ريال	184.77600	194.41000	5.21	3.75

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2006.



جدول رقم (2-6) : سعر العملات المحلية للدول العربية مقابل الدينار العربي

1 دينار عربي = 3 وحدات حقوق السحب الخاصة

(متوسط الفترة)

الدولة	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
الأردن	2,8503	3,0009	3,1893	3,0879	2,9268	2,8860	2,9088	2,8062	2,7087	2,7549	2,9748
الإمارات	15,3774	15,7665	16,7067	15,9888	15,1611	14,9451	15,0642	14,5299	14,0262	14,2659	15,4047
البحرين	1,5750	1,6149	1,7112	1,6377	1,5522	1,5300	1,5423	1,4876	1,4361	1,4607	1,5771
تونس	4,2045	4,3500	4,3044	4,2447	4,5651	4,5783	5,0823	5,4321	5,4993	5,0499	5,0334
الجزائر	97,7898	150,5820	217,0119	238,5336	238,1196	238,9749	273,3048	298,0836	295,0890	309,5580	324,6720
السعودية	15,6873	16,0851	17,0436	16,3110	15,4602	15,2403	15,3816	14,8359	14,3220	14,5668	15,7299
السودان	64,4460	124,3851	378,6408	631,5330	706,7565	964,4601	1 058,2446	1 028,6322	986,5473	1 023,2118	1 095,0438
سورية	125,9184	141,7323	156,3723	171,0366	185,2704	200,5044	200,2872	188,9972	183,7836	191,0409	206,4225
الصومال	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
العراق	6,1272	7,0857	46,5807	78,7926	123,4899	194,4834	281,5335	337,8321	370,3017	436,5564	394,4733
عمان	1,6107	1,6515	1,7499	1,6746	1,5873	1,5648	1,5771	1,5212	1,4685	1,4937	1,6128
قطر	15,2475	15,6342	16,5657	15,8538	15,0267	14,8131	14,9310	14,4013	13,9017	14,1396	15,2685
الكويت	1,2621	1,2783	1,3635	1,3056	1,2524	1,2404	1,2486	1,2138	1,1706	1,1805	1,2501
لبنان	8 855,7987	7 215,8913	7 376,8119	6 841,9032	6 354,1461	6 168,8643	6 184,5453	5 965,1541	5 757,8100	5 856,2607	6 323,7711
ليبيا	1,3506	1,5531	1,5929	1,6116	1,5687	1,6293	1,9020	2,1378	2,2974	4,9320	5,4066
مصر	14,0472	14,5467	15,4368	14,7735	13,9905	13,7874	13,9254	13,7361	15,1737	17,4804	24,5427
المغرب	38,9526	39,5262	38,7996	37,9617	39,3297	39,0843	40,2099	42,0417	44,1501	42,8112	40,1610
موريتانيا	506,0442	530,7444	591,8616	597,8235	627,6204	767,1090	852,0405	947,0964	974,8200	1 054,5945	1 105,3188
اليمن	165,6291	237,2514	455,1000	558,3187	533,6715	552,9462	638,2641	639,8157	644,2500	683,6811	755,2785





## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية



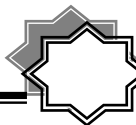
لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	هـ - المادة الرابعة عشر (استمرار تطبيق القيود على المدفوعات الجارية)
----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	--

المصدر : عبد المجيد قدي المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية مرجع سبق ذكره ص 117.

### جدول رقم (2-9) : أنظمة الصرف في الدول العربية عام 2005.

البحرين	موريتانيا	المغرب	مصر	ليبيا	لبنان	الكويت	قطر	عمان	العراق	سورية	السودان	السعودية	جيبوتي	الجزائر	تونس	البحرين	الإمارات	الأردن				
																				أ- الترتيبات الفعلية لأسعار الصرف		
																					1- ربط سعر الصرف	
-	-	-	-	-	-	*	*	*	*	*	-	*	*	-	-	*	*	*			- بالدولار الأمريكي	
-	-	-	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		- بسلة حقوق السحب الخاصة	
-	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	- بسلة خاصة من العملات (غير معلنة)	
																					2- تعويم سعر الصرف	
*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	-	*	-	-	*	*	-	-	-	-		- تعويم مدار(موجه)	
*	-	-	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	- تعويم حر (مستقل)	
																					3- هيكلة سعر الصرف	
*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	-	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*		- موحد بالنسبة للواردات و الصادرات
*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	- موحد بالنسبة للعمليات غير المنظورة و الرأس مالية
*	*	*	*	-	*	*	*	*	*	-	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*		ب- سوق صرف النقد الأجنبي
-	-	*	*	-	*	*	*	-	-	-	-	*	-	-	*	*	*	*	*	*		ج- نظام عرض أسعار صرف آجلة (على أساس تجاري)
																						د- قبول أحكام إتفاقية صندوق النقد الدولي
نعم	نعم	نعم	لا	لا	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	لا	لا	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم		- المادة الثامنة (تحرير المدفوعات على المعاملات و التحويلات الجارية)

## الفصل الثاني: بورصات الأوراق المالية في بعض الدول العربية



لا	لا	لا	نعم	لا	نعم	لا	لا	لا	نعم	نعم	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	ه - المادة الرابعة عشر (استمرار تطبيق القيود على المدفوعات الجارية)

المصدر : التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2006.



## الفصل الثالث:

التعاون بين بورصات  
الأوراق المالية

و الإمكانات المتطلبية لذلك

### الفصل الثالث:

## التعاون بين بورصات الأوراق المالية و الإمكانيات المتطلبية لذلك

### تمهيد:

تأثرت بورصات الأوراق المالية تأثراً واضحاً بالتطورات التي عرفتتها إقتصاديات الدول كالعولمة و التكتلات الإقتصادية فكانت هاتان الظاهرتان هما قوة الدفع لعملية التغير التي شهدتها تلك البورصات، لأنه لبتساع نطاق العولمة قد بادرت بورصات الأوراق المالية إلى مواكبة هذا التحول العالمي من خلال الإنخراط في عملية تغير متلاحق بهدف ترسيخ مركزها والتصدي للتحديات التي ولدتها العولمة فشهدت بدورها تعديلات في بنيتها وتحالفات بين بعضها البعض. تكون هذه التحالفات في شكل إندماج أو إتحادات مختلفة المستويات .

ومما لا شك فيه أن شكل التغير وقوته وسرعته وحجمه هي كلها أمور تعكس مستوى التقدم والتنظيم الذي تتمتع به أسواق الأوراق المالية من جهة ومستوى أداء إقتصاديات بلدانها من جهة أخرى.

من ناحية أخرى تسيطر الأسواق القوية الثلاثة في عالم اليوم، وهي الأسواق الأمريكية ، أسواق آسيا والأسواق الأوروبية، على الأسواق المالية العالمية. ومن حيث الجوانب الأساسية، تتمتع الأقاليم الثلاثة بنفس الوزن تقريبا لذلك وحتى تتمكن أقاليم أخرى من الفوز بموطئ قدم في تلك الأسواق التي تتميز بالتركيز والتكامل المتزايدين، عليها أن تكون تحالفاتها الخاصة وأن تسعى إلى توثيق عرى التعاون فيما بينها.

في هذا الفصل سنحاول الإجابة على التساؤل التالي:

**ما المقصود بالتعاون بين بورصات الأوراق المالية؟ وماهي المتطلبات التقنية لذلك؟**

و ذلك من خلال دراسة السبل والآليات المتبعة للتعاون بين البورصات و المتطلبات التقنية لذلك كنقطة بداية على طريق وضع آلية مناسبة لتعزيز التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية وعلى هذا الأساس نقسم الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

**\* المبحث الأول:** نماذج التعاون بين بورصات الأوراق المالية و تجارب

دولية في المجال

**\* المبحث الثاني:** المتطلبات التشريعية و متطلبات البنية التحتية

**\* المبحث الثالث:** الشروط الأساسية على مستوى الشركات

## المبحث الأول: نماذج التعاون بين بورصات الأوراق المالية و تجاربه دولية في المجال

بسبب التوسع في تحرير الأسواق و التدفقات المالية، وكذا تطبيق إتفاقيات تحرير تجارة الأوراق المالية للدول الأعضاء في منظمة التجارة العالمية ظهرت الحاجة إلى التعاون بين بورصات الأوراق المالية و ذلك في سبيل موازنة الأدوار التقليدية<sup>1</sup> لتلك البورصات مع التحديات التي تفرضها التكنولوجيا و عولمة الأسواق.

### المطلب الأول: نماذج و مستويات التعاون بين بورصات الأوراق المالية

يتم التعاون بين البورصات بعدة سبل ممكنة يتوقف الإختيار فيما بينها على مدى التجانس والإختلاف بين البورصات المراد الربط بينها، و في الوقت نفسه يعبر شكل الربط و تعدده عن مستوى التعاون بين هذه البورصات.

#### أولاً: آليات تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية

فيما يلي مختلف نماذج الربط للتعاون بين بورصات الأوراق المالية:

#### 1 - الربط الحاسوبي للبورصات:

يقصد به ربط حواسيب البورصات عن طريق الشبكة القومية للمعلومات أو شبكات الهاتف، كما يمكن أيضا ربط تلك البورصات بشبكات معلومات دول أخرى إما بصفة مستمرة أو لعدد من الساعات اليومية. ولتطبيق هذا النموذج يجب توفر طاقات معلوماتية في كل بورصة مع توفير الضمانات اللازمة لأمن المعلومات إضافة إلى:<sup>2</sup>

- توحيد هندسة البرمجيات المطبقة في البورصة؛
- قاعدة بيانات نمطية بالبورصات؛
- المشاركة في الوقت الخاص بالربط مع شبكات المعلومات لخفض التكلفة.

#### 2 - الربط البريدي العاجل:

يمكن إستخدام البريد الإلكتروني و صناديق البريد الإلكتروني في ربط البورصات من خلال شبكة موحدة، خاصة إذا إستدعت الحاجة إلى تبادل صكوك مالية أو أوراق و عقود

<sup>1</sup> - أنظر الفصل الأول الوظائف الاقتصادية للبورصة.

<sup>2</sup> - فريد النجار البورصات و الهندسة المالية مؤسسة شباب الجامعة طبعة 1999 ص 172.

رسمية، ويستخدم في ذلك شركات TNT- Skypack ، Ara Max التي لها شبكات منتشرة في جميع أنحاء العالم.

### 3 - الربط بالوسطاء الماليين:

يتم إختيار هذا النموذج في حالة وجود عدد من ممثلي البورصات العالمية مسجلين في البورصات و يسمح لهم بالتعامل فيها ، و يعمل هؤلاء الوسطاء الماليون بالوكالة أو بالأجر و لهم دور هام في ربط أسواق الأوراق المالية .

### 4 - الربط بالشركات المالية العالمية:

للربط بين بورصات الأوراق المالية بشكل غير مباشر يتم اللجوء إلى الشركات المالية العالمية التي لها مكاتب و فروع في الدول و المراكز المالية.

### 5 - الربط بمحفظة الإستثمارات الدولية:

تعتمد على هذا النموذج الشركات متعددة الجنسيات و شركات الإستثمار الدولية و ذلك عند بناء محفظة الأوراق المالية المختلفة الجنسية و يعتمد لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية و بالتالي تغيير مكونات محفظة الإستثمار لضمانات أعلى عائد و أقل مخاطر مشتركة.

### 6 - الربط بالسياسات المالية:

يمكن الربط بين بورصات الأوراق المالية عن طريق توحيد السياسات المالية بين هذه البورصات من حيث:

- سياسات الإقراض و الإقتراض؛
- سياسات الإستثمار؛
- قوانين الشركات المساهمة العامة؛
- شروط تسجيل الأوراق المالية في البورصة.

### 7 - الربط التنظيمي:

حيث تعمل البورصات المستهدف ربطها على إستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مما يعني أن جميع الأنشطة و الإدارات و آليات التداول سوف تكون موحدة الأمر الذي يسهل الإتصالات التسويقية في تلك البورصات .

## 8 - الربط التشريعي:

كما تقوم بعض بورصات الأوراق المالية الراغبة في الربط بتطبيق نفس التشريعات الإقتصادية و الإستثمارية و المالية مما يسهل تبادل التداول في الأوراق المالية .

## 9 - الربط بالشركات المختلفة:

إذ تقوم مجموعة من الدول بإنشاء شركة مشتركة يكون لها فروع في مناطق جغرافية مختلفة مما يعني سهولة تسجيل أسهم و سندات هذه الشركة في أكثر من بورصة و بالتالي يكون لهذه الشركة دورا إستراتيجيا في ربط بورصات الأوراق المالية.

## 10 - الربط المتكامل:

أين يتم ربط بورصات الأوراق المالية بأكثر من نموذج من النماذج السابقة الذكر ، فترتبط البورصات بالحواسيب الإلكترونية ، البريد السريع ، توحيد نظم التسجيل و التداول و الإفصاح المالي ، و الربط التنظيمي و التشريعي ، وتسخر لذلك الأقمار الصناعية للإتصالات و إستقبال المعلومات عن أسواق المال.

### ثانيا: مستويات التعاون بين بورصات الأوراق المالية

يمكن ربط بورصات الأوراق المالية بنموذج واحد أو أكثر من النماذج السابقة الذكر، وشكل الربط سواء كان نموذج واحد أو أكثر يعبر عن مستوى التعاون بين بورصات الأوراق المالية المربوطة، و مستويات التعاون هذه نذكرها فيما يلي من أكثرها تكاملا إلى أقلها تكاملا:

#### 1- التعاون القائم على أساس تنسيق الأنظمة و توحيد معاملات المقاصة و التسوية

يعتبر هذا المستوى من التعاون أكثر الأشكال تكاملا لربط بورصات الأوراق المالية، و هو ما يتطلب توحيدا و تنسيقا واسع النطاق للتشريعات و القواعد و الأنظمة، من خلال توفير للمستثمرين و الشركات المدرجة للتداول العام من كل بلد من البلدان الأعضاء قواعد تداول موحدة، دفتر أوامر واحد لكل شركة مدرجة، غرفة مقاصة واحدة و نظام دفع و تسليم واحد و تداول الأسهم عادة من خلال الأنترنت، كما يوفر هذا الشكل من التكامل فرص وصول متساوية للمعلومات عن الشركات و أسعار الأسهم بلغات كل الدول الأعضاء إن كانت لغاتهم مختلفة.

#### 2- التعاون القائم على أساس تيسير التبادل العابر للحدود

تتاح بموجب هذا المستوى من التنسيق و التعاون للمستثمرين الأجانب إمكانية الوصول إلى الشركات المدرجة محليا، وعادة ما ترحب بورصات الأوراق المالية المتقدمة بالتداول العابر

للحدود، الذي يجتذب أموال الإستثمارات من جميع أرجاء العالم، و يمكن للمستثمرين إعطاء أوامرهم من أي مكان، كما تنشر الصحف الدولية الكبرى معلومات عن الأوراق المالية تصل إلى أوسع قاعدة ممكنة من المستثمرين، إضافة إلى تشجيع إزالة القيود التشريعية على ملكية الأجانب للشركات المحلية.

يسمح هذا المستوى للوسطاء الأجانب بالعمل في بورصات الأوراق المالية المحلية من خلال مكاتب فرعية أو السماح لهم بالتعاون مع نظرائهم المحليين في إعطاء الأوامر بالنيابة عن المستثمرين، حيث تزيل التشريعات التي تسهل خدمات الوساطة العابرة للحدود الحاجة إلى إتصال المستثمرين بالوسطاء في كل سوق أجنبي و من ثم تنخفض تكاليف التداول العابر للحدود، و في هذا السياق تعتبر تكنولوجيا الإتصال الحديثة و الأنترنت ذات فائدة كبيرة، فباستخدام أحدث التكنولوجيات يمكن إقامة وصلات إلكترونية بين بورصات الأوراق المالية، و مواقع إلكترونية توفر معلومات عن الشركات المدرجة، أسعار الأسهم و حركة المؤشرات.

### 3- التعاون القائم على أساس الإدراج المشترك للشركات

و هو الشكل المستخدم في شتى أنحاء العالم، فمن جهة تفضل الشركات من الدول النامية الإدراج بصورة مشتركة داخل و خارج بلدانها أو مناطقها خاصة الإدراج المشترك مع سوق متطور، لأن ذلك لا يمكنها من جمع المزيد من رؤوس الأموال فحسب، ولكن يجعلها أيضا مضطرة إلى تحسين ممارستها التجارية، و من جهة أخرى فإن بورصات الأوراق المالية التي ترغب في إقامة وصلات أقوى مع بورصات الأوراق المالية الإقليمية أو العالمية و لكنها غير قادرة على تنسيق قواعدها و أنظمتها أو توحيد معاملات المقاصة بها مع البورصات الأخرى، يمكنها أيضا المشاركة في الترابط عن طريق السماح بالإدراج المشترك للشركات المقامة في الخارج.

يعتبر الإدراج المشترك أقل تكلفة من تنسيق الأنظمة و المعاملات المالية، و ذلك بالنظر إلى أن المتطلبات القانونية و التكنولوجية تكون أقل في حالة الإدراج المشترك من إنشاء منصة تداول مشتركة، إلا أن هذا الإدراج المشترك يمكن أن يثير بعض التحديات ذلك لأنه يتعين على الشركات أن تستثمر قدرا معينا من المال و الوقت في التعرف على متطلبات الإدراج في أكثر من بورصة واحدة و الإمتثال لها، إضافة إلى دفع رسوم إدراج متعددة، الأمر الذي لا يمكن أن يكون ممكنا عمليا بالنسبة للشركات المتوسطة الحجم أو الأعمال التجارية الإقليمية ذات الخبرة المحدودة ببورصات الأوراق المالية، أما الشركات الكبيرة فهي التي تستفيد أكثر الإستفادة من نظام الإدراج المشترك، و على الرغم من التكاليف المضافة فإن الإدراج في أكثر من بورصة واحدة في

المنطقة يمكن أن يساعد الشركات على جمع رأس المال السهمي الذي قد لا يكون متاحا في السوق المحلية، كما يمكن أن يفيد الإدراج المشترك المستثمرين المحليين من خلال زيادة عمق السوق المحلية، و إمكانية الوصول إلى أسهم الشركات الأجنبية من خلال تزويدهم بمعلومات مالية متاحة فعليا عنها، و يمكن أن يجتذب الإدراج المشترك للشركات المحلية في خارج المنطقة أموال الإستثمارات العالمية، و في الوقت نفسه يمكن أن يضيف الإدراج المشترك للشركات الأجنبية في بورصات الأوراق المالية الوطنية و الإقليمية عمقا إلى السوق الناشئة.

### المطلب الثاني: تجاربه دولية في التعاون بين بورصات الأوراق المالية

رغم أن التطورات الإقتصادية المتلاحقة و خاصة ما تعلق بعولمة الإستثمار و التكنولوجيا قد محت إلى حد ما الهياكل المحلية الخاصة بالبورصات و أرست نظما متجانسة للتداول، إلا أنه يبقى هناك إختلاف واسع بين ترتيبات و تجارب تعاون بورصات الأوراق المالية بين مختلف أنحاء العالم، بغض النظر عما إذا كانت هذه البورصات متقدمة أو ناشئة، و من أهم التجارب الدولية في هذا المجال:

#### أولا: التجارب القائمة على أساس تنسيق الأنظمة و توحيد المعاملات

"أعلنت كل من بورصة باريس و بروكسل و أمستردام رسميا في 20 مارس 2000 عن مشروع إندماج لإنشاء ما يعرف بـ EURONEXT NV لمواجهة عولمة الأسواق"<sup>1</sup>، هذا المشروع الذي مر بالعديد من المراحل حتى أصبح يعرف بـ إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية EURONEXT مركزه بروكسل، "و هو يضم أسواق الأوراق المالية و أسواق العمليات الآجلة و الخيارات و غرف المقاصة المعتمدة في أوروبا. بموجب قرار الخدمات الإستثمارية الصادر عن الإتحاد الأوروبي، وهو يمثل الجسر الذي يربط بين المتعاملين في الأسواق الأوروبية المنظمة و المقننة من جهة، و السلطات، على مستوى الإتحاد الأوروبي، من جهة أخرى. وعضوية الإتحاد مفتوحة لكافة المؤسسات المنظمة و المقننة من بلدان الإتحاد الأوروبي و النرويج و أيسلندا و سويسرا إلى جانب البلدان التي تسعى للإضمام إلى عضوية الإتحاد الأوروبي. وبالتالي، فإن الإتحاد مفتوح للمؤسسات الجديدة الخاضعة لأحكام الإتحاد الأوروبي فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية"<sup>2</sup>.

و يمثل الإتحاد 27 بورصة من مختلف أنحاء أوروبا بالإضافة إلى ست بورصات منتسبة و أربع بورصات مراسلة، حيث ينطبق وصف "البورصة المراسلة" على الأسواق الرئيسية غير المؤهلة بعد للحصول

<sup>1</sup> - Juliette PILVERDIER Le Marché boursier Référence précitée P 16.

<sup>2</sup> - **Présentation** [http://www.bourse.be/editorial/wide/0,5371,1679\\_997839,00.html](http://www.bourse.be/editorial/wide/0,5371,1679_997839,00.html) ,siteweb consulté le : 03/05/2007.

على صفة العضو المنتسب أو التي تنتمي إلى بلدان لم تدخل بعد في مرحلة المفاوضات الرسمية للانضمام إلى عضوية الإتحاد الأوروبي وبالتالي فهو عبارة عن إتحاد مرن لأسواق الأوراق المالية. والجدير بالذكر أن الإتحاد يضم كذلك أسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة و لا يقتصر على أسواق الأوراق المالية فحسب.

يعمل الإتحاد على تحقيق جملة من الأهداف أبرزها:

✓ تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأوروبية كأسواق منظمة للأوراق المالية؛  
 ✓ الإسهام في الإرتقاء ببورصات الأوراق المالية الأوروبية تحقيقاً لأهداف معاهدة روما وذلك من خلال التعاون في مجالات التعامل والمقاصة والتسوية والإيداع إلى جانب الأمور التنظيمية الأخرى؛

✓ و يقيم الإتحاد علاقات تعاون مع منظمات دولية أخرى، وخصوصاً منها مؤسسات الإتحاد الأوروبي، ويمثل مصالح أعضائه في الأمور المتعلقة بصناعة الأسهم الأوروبية. وهو بذلك يعزز عملية التكامل التدريجي بين أسواق المال الأوروبية.

حيث يمثل الإتحاد محفلاً تقوم من خلاله البورصات الأعضاء بمناقشة إحتياجات المتعاملين وسبل تلبيتها، ولا تنص اللائحة الداخلية للإتحاد على إجراء المناقشات فحسب، وإنما كذلك على ضرورة العمل المشترك من أجل إقامة البنى الأساسية اللازمة لخلق أسواق أوروبية فعالة. و الغرض الأساسي من تلك المناقشات والنشاطات هو الإسهام في إيجاد حلول مشتركة لمختلف المشاكل التي تعترض الدول الأعضاء.

ومن المهام المستمرة للإتحاد تمثيل بورصاته الأعضاء لدى مؤسسات الإتحاد الأوروبي، وخصوصاً منها اللجنة الأوروبية إضافة إلى أنه يدعم مشاريع ترمي إلى زيادة كفاءة بورصات الأوراق المالية في أوروبا، ومن بين تلك المشاريع ما يلي<sup>1</sup>:

\* تنفيذ قرار الخدمات الإستثمارية الصادر عن الإتحاد الأوروبي:

ينص القرار، الذي يتم بموجبه منح "جواز السفر الأوروبي" لشركات الإستثمار المعتمدة، على إجراء تغييرات كبيرة في قوانين الأوراق المالية على المستوى الوطني. وبعد تنفيذه، تصبح البورصات جزءاً

<sup>1</sup> - محمد قمر الإسلام ترجمة جلال شوشان و بدر الدين ديسي تحالفات أسواق الأوراق المالية و السبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات من الموقع الإلكتروني:

[http://www.arriyadh.com/Economic/LeftBar/Researches/-----1.doc\\_cvt.asp](http://www.arriyadh.com/Economic/LeftBar/Researches/-----1.doc_cvt.asp) ولاحظ يوم



هاما من الآلية التنظيمية. وتدرس البورصات، من خلال الإتحاد، سبل الإسهام في التنفيذ الفعال والمتناسق لهذا القرار.

### \* الربط بين أسواق الأوراق المالية:

إنفتحت البورصات الأعضاء على ضرورة المضي قدما في عملية التكامل بينها من خلال تأسيس الروابط الثنائية والإقليمية وتسهيل وتعزيز التعامل عبر الحدود. ويمثل الإتحاد المحفل الذي تتم فيه مناقشة إستراتيجيات ومناهج ذلك التكامل والإتفاق عليها.

### \* مساعدة البورصات الناشئة:

تحتاج المؤسسات المالية حديثة التأسيس في شرق ووسط أوروبا إلى الكثير من المساعدات العاجلة سواء في المجال الفني أو القانوني أو المهني. ويلعب الإتحاد دورا حيويا في تنسيق تقديم تلك المساعدات.

### \* الدراسات الاقتصادية:

يصدر الإتحاد شهريا تقريرا إحصائيا حول نشاط البورصات الأعضاء، وهو بمثابة نقطة انطلاق لمن يريد متابعة الإتجاهات الأوروبية. وقد لعب الإتحاد دورا رياديا في إقامة معهد أسواق رأس المال الأوروبية الذي يجري دراسات مفصلة حول كفاءة تلك الأسواق.

ومن هذا المنطلق شهدت البورصات الأوروبية عملية تحول تم بموجبها إزالة الحواجز الإدارية التي كانت تعيق حركة معظمها وتخدم أهدافا محلية أساسا، كما أصبحت عضوية الإتحاد متاحة للمؤسسات الوسيطة ذات الملكية الأجنبية وأصبحت هناك الكثير من الأوراق المالية متعددة التسجيل.

وأصبحت البورصات الأوروبية تعمل طوال اليوم بعد أن كان التعامل يقتصر على جلسات قصيرة وموحدة. زيادة على أنها تتميز بدرجة أعلى من الشفافية عن ذي قبل بفضل ما يتوفر لها من إمكانيات فنية متقدمة بما يجعلها إحدى أكثر الجهات إبتكارا في مجال إستخدام تكنولوجيا المعلومات. ومن ناحية أخرى، حملت الزيادة الكبيرة التي شهدتها عمليتا المتاجرة والإستثمار عبر الحدود مخاطر إضافية على الأسواق مما دفع بالبورصات إلى تحسين إجراءات التعامل مع الطلبات الواردة وتنفيذ التعاملات التجارية من خلال تقصير فترات التسوية وإحكام تدابير السلامة.

وإدراكا منها للدور الرئيسي المناط بها والمتمثل في تأمين رؤوس الأموال اللازمة للصناعة، أعارت الكثير من البورصات اهتماما خاصا لإحتياجات المشروعات الناشئة من خلال إقامة أسواق خاصة تفي بإحتياجات الشركات الصغيرة.

ثانيا: التجارب القائمة على أساس تيسير الإستثمار الأجنبي و الإدراج المشترك للشركات  
\* تعتبر بورصة لندن البورصة الأكثر طابعا دوليا، حيث أن الشركات المدرجة بها أكثر من 60 بلد.

\* بورصة كوالالمبور في ماليزيا و بورصة سنغافورة لتداول الأوراق المالية المحدودة كانتا تبدلان الإدراج المشترك للشركات المقامة في كل من هذين البلدين، ثم قامتا معا بشطب هذه الشركات.

### المطلب الثالث: الهيآت العاملة في مجال تسميل و تنسيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية

هذه الهيآت سواء كانت جمعيات أو إتحادات عبارة عن أجهزة تقام أساسا لغرض النهوض بالأعمال التجارية من خلال التعاون والتنسيق والتكامل بين تلك الأسواق. و هي تتدرج من أجهزة تمثيلية مرنة إلى أجهزة على درجة عالية من التكامل وبينهما تشكيلات أخرى على درجة متفاوتة من التنسيق و الانضباط. وعادة ما يشير إسمها، مثل الجمعية أو الاتحاد، إلى درجة القوة في العلاقة المؤسسية التي تربط بين أعضائها، ومن نماذج الهيئات التي تسهل التعاون و التنسيق بين بورصات الأوراق المالية نجد:

#### 1- الإتحاد الدولي لبورصات الأوراق المالية:

ظهرت الحاجة إلى إقامة تعاون دولي بين أسواق الأوراق المالية خلال الثلاثينات من القرن الماضي، حيث بادرت الغرفة الدولية للتجارة، ومقرها بيليس، إلى إقامة مكتب دولي لأسواق الأوراق المالية إستمر في ممارسة نشاطه حتى الحرب العالمية الثانية، ولم تشهد الفترة التي أعقبت الحرب خطوات هامة على طريق إقامة تعاون دولي بين تلك الأسواق حتى 1957 عندما إجتمع ممثلو عدة بورصات أوروبية في باريس، وبعد أربعة أعوام من التعاون غير الرسمي، إختار المشاركون إرساء إطار مؤسسي لعملهم وأنشأوا "الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية"<sup>1</sup> في لندن عام 1961 ومنذ هذا التاريخ، "شهد الإتحاد الدولي لبورصات الأوراق المالية نموا مستمرا بحيث أصبح يضم في عضويته أكثر من 56 بورصة منظمة من مختلف أنحاء العالم. وتمثل البورصات الأعضاء أكثر من نسبة 97% من رسملة أسواق الأسهم العالمية ومعظم عملياتها الآجلة وخياراتها وصناديق إستثمارها المكتتبه وسنداقتها. كما توجد تسعة بورصات أخرى منتمية و 35 بورصة مراسلة"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - عنوان موقعه على شبكة الإنترنت هو: [www.fibv.com](http://www.fibv.com)

<sup>2</sup> - محمد قمر الإسلام ترجمة جلال شوشان و بدر الدين دبسي تحالفات أسواق الأوراق المالية و السبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات مرجع سبق ذكره.

يمثل الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية منظمة دولية تضم في عضويتها البورصات الرئيسية في العالم التي تحرص على تقديم أرفع مستوى من الخدمات ، كما يعتبر محفلا للإتصال والتحليل والنقاش بين الأعضاء، يهدف إلى تسهيل تمثيل وتطوير البورصات المنظمة والمشتقة وتلبية إحتياجات البورصات الناشئة بما يحقق مصلحة المتعاملين فيها. ومنذ تأسيسه، دأب الإتحاد لانتظام على عقد إجتماعات لجان وجمعيات عامة ومؤتمرات ، إضافة إلى تنظيم ورشات عمل متخصصة بما يمكن أعضائه من نقل الدراية الفنية وتبادل الخبرات فيما بينهم الأمر الذي يعتبر في غاية الأهمية من أجل تطوير هذه الصناعة وخاصة في ظل المنافسة الشديدة التي أصبحت تتميز بها الأسواق المالية . ويناقش الإتحاد كافة جوانب تجارة الأوراق المالية تقريبا سواء كانت فنية أو تجارية أو قانونية أو إقتصادية. وقد طورت البورصات الأعضاء في الإتحاد سلسلة من الممارسات التجارية السليمة لحماية المستثمر والتنبؤ الفعال بالأسعار بدءا من مرحلة تلقي طلبات التعامل أو تسهيل الحصول على الإصدارات الجديدة للشركات إلى التداول والتصريح والتسوية والحفظ. وتحفز التكنولوجيات الجديدة والمنافسة أعضاء الإتحاد لزيادة فاعلية خدماتهم وخفض تكلفتها وجعلها موثوقة وسهلة الإستيعاب. أما الأهداف الرئيسية للإتحاد فيمكن تلخيصها فيما يلي<sup>1</sup>:

- ✓ عرض دور ووظائف ونزاهة البورصات المنظمة.
- ✓ توفير محفل دائم لخبراء بورصات الأوراق المالية لمناقشة القضايا ذات الإهتمام المشترك، والتعرف على الإتجاهات والحلول الجديدة بهدف تعزيز المركز التنافسي للبورصات المنظمة، وتطوير البرامج الداعمة لعمليات البورصة بما في ذلك إعداد الورقات البحثية، وتنظيم ورش العمل، وإجراء التقييم الإسنادي، وصياغة الممارسات السليمة.
- ✓ وضع معايير متناسقة للتعاملات التجارية في الأوراق المالية بما في ذلك التعاملات عبر الحدود.
- ✓ تعميق علاقات التعاون مع الجهات الإشرافية من أجل ترسيخ مزايا التنظيم الذاتي ضمن الإطار التنظيمي الشامل.
- ✓ دعم بورصات الأوراق المالية الناشئة في مساعيها للتماشي مع معايير الإتحاد بما يسهم في زيادة الثقة العالمية في إدارة تلك الصناعة وممارساتها التجارية.

<sup>1</sup> - محمد قمر الإسلام ترجمة جلال شوشان و بدر الدين دبسي تحالفات أسواق الأوراق المالية و السبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات مرجع سبق ذكره.

ولتحقيق تلك الأهداف، يصدر الإتحاد رسالة إخبارية شهرية ونشرات إحصائية ومنشورات أخرى حول البورصات الأعضاء فيه. كما أنه يدير قواعد بيانات إحصائية وإعلامية تتضمن معلومات شاملة حول البورصات الأعضاء.

فلالإتحاد هو بمثابة مرجع رئيسي فيما يخص صناعة الأوراق المالية، والسوق الأفضل بالنسبة للبورصات أنفسها. لأنه يقدم الخدمات الإرشادية للبورصات الأعضاء فيما يتعلق باستراتيجياتها التجارية وبتحسين ممارساتها الإدارية والتوفيق بينها. كما أنه يتعاون مع السلطات العامة ويساعد على توسيع نطاق إستخدام الأسواق.

### 2- إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية (FEAS)<sup>1</sup>

"تأسس إتحاد أسواق الأوراق المالية الأورو-آسيوية، ومقره إسطنبول، في عام 1995 بمبادرة من سوق إسطنبول للأوراق المالية"<sup>2</sup>. "ويتألف من إثني عشر عضوا مؤسسا للإتحاد من بورصات ناشئة في أوروبا وآسيا تتفاوت بلدانها من حيث مستويات التنمية الاقتصادية، و هو يضم حوالي 31 عضو، وعضوية الإتحاد مفتوحة لباقي البورصات من أوروبا وآسيا ولكنها مرهونة بموافقة جمعياته العامة. يمثل أكثر من تسعة آلاف شركة، وتفوق رسملة أسواقه 130 مليار دولار حيث يبلغ متوسط قيمة التعاملات اليومية أكثر من 500 مليون دولار"<sup>3</sup>.

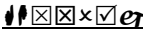
وتتمثل مهمة الإتحاد في خلق بيئة تتميز بالعدالة والكفاءة والشفافية وبأقل قدر ممكن، إن لم تخلو تماما، من الحواجز التجارية بين الأعضاء والأقاليم التي يعملون بها. لذلك، فهو يسعى إلى تعزيز التعاون والتواصل بين أعضائه في مجالات مثل توحيد وتنسيق القوانين واللوائح وأنظمة التداول وإجراءات التسوية ومعايير الإكتتاب إلى جانب تبني المبادئ المحاسبية المعترف بها دوليا. وتتلخص أهداف الإتحاد فيما يلي:

- ✓ تشجيع التعاون بين البورصات الأعضاء والإسهام في الإرتقاء بمستوى أدائها.
- ✓ العمل كممثل للبورصات الأعضاء فيما يتعلق بعلاقتها مع إتحادات وجمعيات البورصات العالمية.
- ✓ الإسهام في زيادة درجة التكامل بين البورصات العاملة في المنطقة وتوفير فرص جديدة للإكتتاب والتداول فيها.

<sup>1</sup> - The Federation of Euro-Asian Stock Exchanges .

<sup>2</sup> byegm.gov.tr- التطورات الاقتصادية العامة من الموقع الإلكتروني:

www.byegm.gov.tr\YAYINLARIMIZ\kitaplar\turkiye2003\content\arabia\254-255.htm لوظف يوم: 2007/03/29.

<sup>3</sup>-The Federation of Euro-Asian Stock Exchanges  <http://www.feas.org/Content.cfm?Get=History>, site consulté le: 8 Jan 2006.

ومن المتوقع أن تسهم مواءمة القواعد واللوائح المعمول بها في البورصات الأعضاء وتبني التكنولوجيات الحديثة في إجراءات المتاجرة والتسوية في تحقيق أهداف الإتحاد من خلال دعم وتطوير تلك البورصات وتقديم خدمات التسجيل والتداول عبر الحدود في الأوراق المالية الصادرة ضمن نطاق بلدان الإتحاد.

### 3- إتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية:

تأسس "إتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية"<sup>1</sup> في جانفي 2000 بمدينة شيتاغونغ من قبل بورصات الأوراق المالية في كل من سريلانكا، وباكستان، ونيبال، والهند، وبتان، وبنغلاديش، وهو مفتوح لعضوية كافة البورصات من بلدان جنوبي آسيا. يهدف الإتحاد إلى<sup>2</sup>:

- ✓ تشجيع التعاون بين الأعضاء من أجل النهوض بأسواقهم.
- ✓ العمل على توحيد المعايير والإجراءات السليمة في الأسواق الأعضاء ورفع كفاءة المراقبة للتعاملات الدولية في الأوراق المالية.
- ✓ تشجيع التسجيل والتداول عبر الحدود في المنطقة.
- ✓ التعاون في مجال تنمية الموارد البشرية ونقل التكنولوجيا.
- ✓ تقديم فرص الاستثمار للجميع.
- ✓ تهيئة أرضية سليمة لحشد رؤوس الأموال لأصحاب المشاريع.
- ✓ إقامة سوق يتميز بالشفافية ويضمن مصالح المستثمرين.
- ✓ إقامة نظام تداول آلي بما يضمن سرعة التعاملات وسلامتها.
- ✓ كما يقدم الإتحاد خدمات إلى أعضائه في مجال المعلومات والأبحاث والتعاون الفني، فبالنظر إلى أهمية المعلومات بالنسبة لأية عملية عبر الحدود، يقوم الإتحاد بجمع المعلومات من الأعضاء ومعالجتها وتصنيفها ضمن إطار موحد يجعلها قابلة للمقارنة عند المستوى المطلوب ومن ثم توزيعها بصورة دورية على أعضائه. ويسهم الإتحاد في الجهد المبذول من أجل بدء العمل بالإجراءات الموحدة وتوسيع نطاق الأسواق. وهو يقدم الخدمات الإستشارية إلى البورصات الأعضاء في مجال التطوير سواء على المستوى

<sup>1</sup> - موقعه على شبكة الأنترنت: [www.safe-asia.org](http://www.safe-asia.org).

<sup>2</sup> - محمد قمر الإسلام ترجمة جلال شوشان و بدر الدين دبسي تحالفات أسواق الأوراق المالية و السبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات مرجع سبق ذكره.

الفردى أو المشترك فى ضوء الممارسات الدولية الحديثة فى هذا المجال. و ينظم الإتحاد أيضا مؤتمرات وندوات حول المواضيع ذات العلاقة بالأسواق الإقليمية والعالمية إلى جانب برامج لتبادل الخبراء.

### 4- جمعية أسواق الأوراق المالية الأفريقية

تأسست جمعية أسواق الأوراق المالية الأفريقية بكنيا فى عام 1993. و هى تهدف أساسا إلى وضع إطار مقنن من أجل التعاون المشترك بين بورصات الأوراق المالية فى أفريقيا من خلال عدة عمليات من بينها تبادل المعلومات وتقديم المساعدة الفنية، و تتمثل أهداف الجمعية فيما يلى<sup>1</sup>:

- ✓ توفير إطار مقنن من أجل التعاون المشترك بين بورصات الأوراق المالية فى أفريقيا من خلال عدة عمليات من بينها تبادل المعلومات وتقديم المساعدة الفنية لتطوير البورصات الأعضاء.
- ✓ مساعدة البورصات الأعضاء على ترسيخ مركزها وتطوير أدواتها المالية ودعم الوسطاء والمتعاملين.
- ✓ وضع وتطوير معايير لتدريب الوسطاء والمتعاملين والموظفين فى البورصات الأعضاء والإرتقاء بمستوى أدائهم.

- ✓ وضع وتطوير معايير تسجيل الأوراق المالية وإصدارها وتداولها وتسويتها.
- ✓ مساعدة الأعضاء على إرساء إطار يكفل أكبر قدر من التنظيم الذاتى ومساندتهم فى المحافل الوطنية والدولية المعنية.

- ✓ مساعدة الأعضاء على تقديم وتطوير الخدمات ذات العلاقة ببورصات الأوراق المالية.
- ✓ دعم الجهود المبذولة لإقامة بنك للمعلومات لفائدة كافة الأعضاء.
- ✓ إعداد البحوث والدراسات حول القضايا التى تمس الأعضاء.

### 5- لجنة أسواق الأوراق المالية التابعة لجماعة تنمية الجنوب الأفريقي:

تأسست لجنة أسواق الأوراق المالية التابعة لجماعة تنمية الجنوب الأفريقي فى جانفى 1997. وعضوية اللجنة مفتوحة لكافة البلدان الأعضاء فى الجماعة التى لديها بورصات منظمة وهى:

بوتسوانا، ملاوى، موريشيوس، موزمبيق، ناميبيا، سوازيلاند، جنوب أفريقيا ، تنزانيا ، زامبيا وزيمبابوي، و تتمثل الأهداف الرئيسية للجنة فيما يلى<sup>2</sup>:

- ✓ الحفاظ على نزاهة السوق بما يحقق العدالة بين المتعاملين ويضمن الكفاءة والشفافية ويوفر آلية مناسبة للتنبؤ الفعال بالأسعار.
- ✓ زيادة سيولة التعامل فى الأسهم والسندات والمشتقات المالية وسائر الأدوات المالية الأخرى.

<sup>1</sup> - محمد قمر الإسلام ترجمة جلال شوشان و بدر الدين ديسى تحالفات أسواق الأوراق المالية و السبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات مرجع سبق ذكره.

<sup>2</sup> - المرجع السابق.

- ✓ تطبيق اللوائح والقوانين وحماية المتعاملين والمستثمرين.
- ✓ تعزيز مركز أسواق الجماعة وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين المحليين والدوليين.
- ✓ حشد رؤوس الأموال من أجل التنمية الإقتصادية الإقليمية.
- ✓ تحسين القدرات التشغيلية للأسواق الأعضاء في الجماعة.
- ✓ دعم الجهود الرامية لتحقيق التكامل بين الأسواق الإقليمية بقيادة القطاع الخاص.
- ✓ إرساء علاقات تعاون بين الأسواق الأعضاء والجهات التنظيمية.
- ✓ توفير أرضية للتشاور بين صانعي السياسات ومسؤولي الأسواق في المنطقة قبل الإقدام على إتخاذ أية خطوات مستقبلية في هذا المجال.

لذلك، فإن اللجنة تنادي بتطبيق السياسات والإستراتيجيات المبنية على مفهومي مواءمة وترشيد العمليات متى أمكن ذلك من خلال تبادل المعلومات والخبرات.

### 6- إتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية:

- تأسس إتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية بمدينة ريو دي جينيرو البرازيلية في 27 سبتمبر 1973.
- وتضم البلدان الأعضاء التي لديها بورصات منظمة كلا من الأرجنتين، والبرازيل، وشيلي، وكولومبيا، وكوستاريكا، وإكوادور، والسلفادور، وإسبانيا، والمكسيك، وبيرو، والبرتغال، والأوروغواي وتمثل الأهداف الرئيسية للإتحاد فيما يلي:
- ✓ تعزيز التعاون بين البورصات الأعضاء ومساعدتها على التقدم والتطور بما يخدم مصالح كافة المتعاملين.
- ✓ التعاون مع الجهات الوطنية والدولية المعنية بالأمور القانونية والتنظيمية وباقي المسائل المتعلقة بالأسواق المالية.

### المبحث الثاني: المتطلبات التشريعية ومتطلبات البنية التحتية

لا شك أن إستقرار البيئة الإقتصادية و القانونية و الإجتماعية من شأنه تنمية المدخرات و تشجيع الإستثمار و تعزيز التداول في سوق معينة ، إلا أنه من الضروري إتخاذ إجراءات أخرى كتقديم حوافز ضريبية و ضمان توافر المعلومات إضافة إلى القوانين التي تحمي المستثمرين من حيث أنها توفر الشعور بالثقة و فيما يلي نتطرق إلى تنسيق التشريعات المالية و تطابق البنى التحتية الضرورية للتعاون بين بورصات الأوراق المالية، مع الإسقاط على الدول العربية.

### المطلب الأول: الإطار التشريعي

يتكون الإطار التشريعي لبورصات الأوراق المالية من القوانين و القرارات المتعلقة بالشركات و الأوامر التنفيذية التي تنظم إصدار و تداول الأوراق المالية، " و لا يعني توافر التشريعات و المؤسسات ذات الصلة الكثير بدون وجود حد أدنى من التنسيق و التطابق بين قوانين بلد ما، ووجود مجموعة قوانين متسقة داخليا، تطبق في إطار مؤسسي مناسب، و تنشئ البنية التحتية الضرورية للسوق المالية الناجحة، التي تستجيب لمطالب المدخرين و المستثمرين و تضمن إستمرار و ساطة السماسرة في السوق"<sup>1</sup>

### أولا : قوانين و أنظمة سوق الأوراق المالية

يتألف قانون بورصة الأوراق المالية من القواعد الأساسية المتعلقة بأهداف و عوامل السوق و إدارتها و تنظيمها المالي، كما يعين و ينظم علاقات السوق و يحدد إجراءات و هيكل العمليات و كذا التدابير التي تتبع في إدراج و تداول الأسهم، و متطلبات الإفصاح.

#### 1- الإدارة و الهيكل المؤسسي

يشمل الهيكل المؤسسي للسوق الآليات المختلفة لإدارة أنشطة التداول و الإشراف عليها، فقد تشمل إدارة الأسواق الوظيفتين التنفيذية و الإشرافية أي أن هذا النظام يوحد إدارة القطاع المالي و الإشراف عليه في نطاق هيئة عامة للخدمات المالية مثل النموذج البريطاني، كما قد يقسم الدورين بين مؤسستين، إحداهما مسؤولة عن بورصة الأوراق المالية و الأخرى مسؤولة عن الإشراف كالنموذج الأمريكي، "إلا أن الدروس المستفادة من الأزمة الإقتصادية التي حدثت في جنوب شرقي

<sup>1</sup> - اللجنة الإقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا إستجابة للعولة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا الأمم المتحدة نيويورك



آسيا تؤكد أن خيار توحيد إدارة القطاع المالي و الإشراف عليه أفضل من الخيار الثاني بالنظر إلى أن الأول يوفر بيئة أفضل لتأمين الإقتصاد الوطني ضد الصدمات الداخلية و الخارجية<sup>1</sup>.

بالإسقاط على الدول العربية نجد أنها تتباين من حيث التنظيم القانوني لبورصات الأوراق المالية فيها، حيث أن الدورين مقسمان بين مؤسستين، إحداهما مسؤولة عن بورصة الأوراق المالية و الأخرى مسؤولة عن الإشراف في بعض من الدول العربية على سبيل المثال كل من الأردن و مصر و بلدان مجلس التعاون الخليجي، بينما تشمل إدارة الأسواق كلتا الوظيفتين التنفيذية و الإشرافية في البحرين و قطر و الكويت و لبنان، و الجدول الموالي يبين الإدارة و الهيكل المؤسسي لبعض بورصات الأوراق المالية العربية من خلال القوانين المتعلقة ببورصات الأوراق المالية، أما باقي الدول العربية فهي موضحة في الملحق رقم 08.

### جدول رقم (3-1): الإدارة و الهيكل المؤسسي لبورصات الأوراق المالية العربية

البلد	رقم النص، تاريخه و نوعه	النص
الكويت	مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية (1) بتاريخ 1983/08/14	<p><u>المادة 05:</u> يدير السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:</p> <p>1- مدير السوق و يكون نائباً للرئيس و متفرغاً للعمل. 2- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد. 3- عضو يمثل بنك الكويت المركزي. 4- اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارهما مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد. 5- أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت و يكون من بينهم احد الوسطاء.</p> <p>و يصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافآتهم، و يكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد. و تحدد مكافآته و جميع حقوقه المالية بقرار من مجلس الوزراء.</p> <p>* استبدلت عبارة -وزارة التجارة والصناعة- بعبارة -وزارة المالية والاقتصاد- عملاً بنص المادة الثالثة من المرسوم الأميري الصادر بتاريخ 11 / 3 / 85 في شأن وزارة المالية والاقتصاد.</p>

<sup>1</sup> - منير هندي دراسة بشأن آليات إعادة هيكلة سوق الكويت للأوراق المالية من المرجع السابق ص 15.

<p><u>المادة 06:</u> تتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة عما يلي:</p> <p>1- وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.</p> <p>2- اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.</p> <p>3- النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.</p> <p>4- وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.</p> <p>5- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.</p> <p><u>المادة 08:</u> تتولى اللجنة إنشاء الأجهزة الفنية المتخصصة اللازمة لمباشرة السوق لأعماله وهي:</p> <p>1- جهاز متابعة الأسعار وتكون مهمته متابعة وتحليل تحركات أسعار الأسهم والسندات المدرجة في السوق.</p> <p>2- جهاز مراقبة البيع الآجل ويكون مسؤولاً عن متابعة وتقييم عمليات البيع الآجل وعلاقة تلك العمليات بالبيع الفوري.</p> <p>3- جهاز جمع وتحليل ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق والأوراق المالية المتداولة منها والشركات المقيدة فيها.</p> <p>وتبين اللائحة الداخلية القواعد المنظمة لعملية الأجهزة الفنية.</p>		
<p><u>المادة 42</u> الهيئة العامة لسوق المال هيئة عامة تتبع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية، مقرها مدينة القاهرة، ويجوز بقرار من الوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إنشاء فروع ومكاتب لها داخل وخارج البلاد.</p> <p><u>المادة 43</u> تتولى الهيئة - فضلاً عن الاختصاصات المقررة لها في أي تشريع آخر - تطبيق أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولها إبرام التصرفات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص:</p>	<p>قانون سوق رأس المال رقم 95 بتاريخ 1992/06/22</p>	<p>مصر</p>

<p>1- تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ويجب اخذ رأي الهيئة في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال.</p> <p>2- تنظيم أو الإشراف على دورات تدريبية للعاملين في سوق رأس المال أو الراغبين في العمل به.</p> <p>3- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها.</p> <p>4- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وانه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الاحتيال، أو الاستغلال، أو المضاربات الوهمية.</p> <p>5- اتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذا له.</p>		
<p><u>المادة 03:</u> تشتمل بورصة القيم المنقولة على الهيئتين الآتيتين:</p> <p>- لجنة تنظيم ومراقبة لعمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقولة، وتدعى في صلب النص -اللجنة-.</p> <p>- شركة لتسيير بورصة القيم.</p> <p><u>مادة 18:</u> يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص:</p> <p>- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة،</p> <p>- التنظيم المادي لمعاملات البورصة و إجتماعاتها،</p> <p>- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة،</p> <p>- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة،</p> <p>- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدتها،</p> <p>- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة،</p> <p>- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.</p> <p>تمارس مهام الشركة تحت رقابة اللجنة.</p> <p><u>المادة 31</u></p> <p>تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة بسن تقنيات تمم ما يأتي على الخصوص:</p> <p>- رؤوس الأموال التي يمكن إستثمارها في عمليات البورصة،</p> <p>- إعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم،</p>	<p>الجزائر مرسوم تشريعي يتعلق ببورصة القيم المنقولة رقم 10-93 بتاريخ 1993/05/23</p>	

<p>- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات التي يجب أن يكلفوها لزبونهم،</p> <p>- الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم بإجراء مفاوضات في مجال البورصة،</p> <p>- الإصدارات في أوساط الجمهور،</p> <p>- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها،</p> <p>- تنظيم عمليات المقاصة،</p> <p>- الشروط التي يتفاوض ضمنها حول القيم المنقولة في البورصة ويتم تسليمها،</p> <p>تسيير أوراق القيم المنقولة وسنداتها المقبولة في البورصة،</p> <p>- محتوى الشروط الإلزامية الواجب إدراجها في عقود التفويضات بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبونهم،</p> <p>- العروض العمومية لشراء قيم منقولة،</p> <p>- القيام دورياً بنشر المعلومات التي تخص الشركات المحددة أسعار قيمها.</p>		
<p><u>المادة 7</u></p> <p>تحدث شركة مساهمة تحوّل الامتياز في إدارة بورصة القيم عملاً بدفتر للتكاليف يوافق عليه الوزير المكلف بالمالية.</p> <p>ويحدد دفتر التكاليف المذكور بوجه خاص الالتزامات المتعلقة بتسيير بورصة القيم وتسجيل المعاملات وإعلانها وكذا بالآداب المهنية الواجب على مستخدمي الشركة ذات الامتياز التقيد بها.</p> <p>ويطلق على الشركة ذات الامتياز في باقي ظهيرنا الشريف هذا اسم - الشركة المسيرة-.</p> <p><u>المادة 11</u></p> <p>زيادة على الالتزامات المتعلقة بإدارة البورصة كما هي مبينة في دفتر التكاليف المنصوص عليه في المادة 7 من ظهيرنا الشريف هذا المعتبر بمثابة قانون تناط بالشركة المسيرة مهمة:</p> <p>-البت في قيد القيم المنقولة بجدول أسعار بورصة القيم وشطبها منه؛</p> <p>-السهر على مطابقة العمليات التي تقوم بها شركات البورصة للقوانين والأنظمة الخاضعة لها العمليات المذكورة.</p> <p>ويجب عليها أيضاً إن تطلع مجلس القيم المنقولة على كل مخالفة تثبت</p>	<p>قانون يتعلق ببورصة القيم رقم 1.93.211 تاريخ 1993/09/21</p>	<p>المغرب</p>

<p>ارتكابها في إثناء مزاولة مهمتها.</p> <p><u>المادة 12</u></p> <p>يجوز للشركة المسيرة كذلك أن توقف تسعير واحدة أو أكثر من القيم المنقولة لمدة معينة إذا طرا على أسعار هذه القيم خلال جلسة بورصة واحدة تغيير من حيث الزيادة أو النقصان يزيد على حد يعينه الوزير المكلف بالمالية، ولا يمكن أن يفوق الحد المذكور 10% من استعار افتتاح القيم المعنية بالأمر.</p> <p>ويمكن أيضا أن توقف الشركة المسيرة التسعير بطلب من مجلس القيم المنقولة إذا توافرت له معلومات قد يكون لها تأثير مهم في الأسعار ويقتضي الأمر اطلاع الجمهور عليها.</p> <p>ويجرى في شأن وقف واستئناف التسعير إعلان مسبب يلصق ببورصة القيم وتقوم الشركة المسيرة بنشره.</p>		
<p><u>المادة 8</u></p> <p>(1) تنشأ في السودان سوق للأوراق المالية تسمى - سوق الخرطوم للأوراق المالية-، ذات شخصية اعتبارية وصفة تعاقبية مستديمة وخاتم عام ولها الحق في التقاضي باسمها.</p> <p>(2) يكون المقر الرئيسي للسوق في مدينة الخرطوم وبحق لها فتح فروع في ولايات السودان الأخرى.</p> <p><u>المادة 9</u></p> <p>تكون للسوق الأغراض الآتية:-</p> <p>(أ) تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعا وشراء.</p> <p>(ب) تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد الوطني.</p> <p>(ج) العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد الوطني وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية.</p> <p>(د) تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور.</p> <p>(هـ) تطوير وتشجيع الاستثمار بالأوراق المالية والعمل على تهيئة المناخ الاستثماري المناسب لها.</p>	<p>قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994</p>	<p>السودان</p>

(و) توفير كافة العوامل التي تساعد على تسهيل وسرعة تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين.

(ز) ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية حماية لصغار المستثمرين.

(ح) جمع المعلومات والبيانات والاحصائيات وتوفيرها لكافة المستثمرين والمهتمين بذلك.

(ط) دراسة التشريعات ذات العلاقة بالسوق واقتراح تعديلها بما يتناسب والتطورات التي تتطلبها السوق.

(ي) اقتراح كيفية تنسيق السياسات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل في السودان وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

(ك) العمل على تبادل الخبرات وذلك بالاتصال بالأسواق المالية العالمية والإقليمية والعربية والانضمام لعضويتها.

(ل) إنشاء جهاز موحد لتنظيم تحويل ملكية الأوراق المالية وإيداعها ومتابعة شؤون المساهمين وإدارة المركز أو الإشراف والرقابة عليه.

(م) ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوكلاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية.

(ن) تأهيل موظفي الوكلاء بما يتناسب والمستجدات التي تطرأ على صناعة الأوراق المالية بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.

#### المادة 12

تكون للجمعية العمومية الاختصاصات والسلطات الآتية:-

(أ) إقرار وقائع الاجتماع السنوي السابق للجمعية العمومية،

(ب) مناقشة التقرير السنوي للسوق وتقرير هيئة الرقابة الشرعية،

(ج) اختيار أعضاء هيئة الرقابة العلقمة بنشاطات السوق ومناقشتها وتبني المناسب منها،

(و) أية أمور أخرى تقرر الجمعية العمومية إدراجها في جدول الأعمال وفقا لإحكام هذا القانون،

(ز) إصدار لائحة داخلية لتنظيم إجراءات اجتماعاتها.

#### المادة 15

<p>(1) تكون للسوق هيئة للرقابة الشرعية وتتشكل من ثلاثة أعضاء من علماء الشريعة الإسلامية ممن لهم إلمام بالمعاملات المالية تختارهم الجمعية العمومية.</p> <p>(2) تختص هيئة الرقابة الشرعية بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بالحكام الشرعية الإسلامية.</p>		
<p><u>المادة 2</u></p> <p>تنشأ سوق لتنظيم ومراقبة التعامل في الأوراق المالية، تسمى -سوق الدوحة للأوراق المالية رقم 14 بتاريخ 1995/07/03</p> <p>وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي. ويكون مقرها الرئيسي مدينة الدوحة. وتخضع لإشراف الوزير.</p> <p><u>المادة 10</u></p> <p>تتولى إدارة السوق لجنة تسمى -لجنة السوق-. وتشكل برئاسة ممثل عن الوزارة وعضوية كل من:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1- مدير السوق نائبا للرئيس.</li> <li>2- ممثل ثان عن الوزارة.</li> <li>3- ممثل عن مصرف قطر المركزي.</li> <li>4- ممثل عن غرفة صناعة وتجارة قطر.</li> <li>5- اثنين يمثلان الوسطاء.</li> <li>6- اثنين يمثلان الشركات القطرية التي يجري التعامل في أوراقها بالسوق.</li> <li>7- اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة.</li> </ol> <p>ويصدر بتشكيل اللجنة وتسمية رئيسها أو أعضائها قرار من مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير.</p> <p>وتكون مدة عضوية اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ويكمل من يخلف احد الأعضاء مدة سلفه.</p> <p><u>المادة 11</u></p> <p>تمارس اللجنة جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق، وبوجه خاص ما يلي:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1- رسم السياسة العامة للسوق.</li> <li>2- اقتراح اللوائح الداخلية، والهيكل التنظيمي للسوق، ونظام العاملين، ولائحة المشتريات، واللائحة المالية، ولائحة رسم القيد، والعضوية،</li> </ol>	<p>قانون إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية رقم 14 بتاريخ 1995/07/03</p>	<p>قطر</p>

<p>والتداول، والاشتراكات السنوية، ويصدر بهذه اللوائح والنظم قرار من الوزير.</p> <p>3- وضع القواعد التنظيمية، والتعليمات الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقها، والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.</p> <p>4- اتخاذ الإجراءات اللازمة بشأن العمليات المشكوك في سلامتها، في ضوء أحكام اللائحة الداخلية للسوق.</p> <p>5- النظر في طلبات قيد الوسطاء.</p> <p>6- وقف التعامل مؤقتاً في السوق، أو في أوراق شركة أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.</p> <p>7- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق، وعلى الحسابات الختامية، وتعيين مراقبي الحسابات.</p> <p>8- تشكيل اللجان المتخصصة، من أعضاء اللجنة أو من غيرهم، سواء بشكل دائم أو مؤقت؛ لمعالجة ما ترى اللجنة لزوم دراسته عن طريق هذه اللجان.</p> <p>9- العمل على تطوير وتدريب وتأهيل الكوادر القطرية اللازمة لإدارة السوق، وفقاً لأحدث الأساليب الإدارية والفنية، والعمل على نشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في الأوراق المالية.</p> <p>10- اقتراح مشروعات الأدوات التشريعية اللازمة لتنمية التعامل في السوق، وعرض مقترحاتها على الوزير.</p> <p>11- أية صلاحيات أخرى لضمان حسن سير العمل في السوق.</p> <p><b>المادة 14</b></p> <p>تتولى اللجنة إنشاء الأجهزة الإدارية و الفنية المتخصصة، اللازمة لمباشرة أعمال السوق.</p>		
<p><b>المادة 2</b></p> <p>تنشأ في عاصمة الدولة هيئة عامة تسمى - هيئة الأوراق المالية والسلع- تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً لأحكام هذا القانون والأنظمة التي تصدر تنفيذاً له وتلحق بالوزير.</p> <p>وللهيئة أن تنشئ فروعاً أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق.</p>	<p>قانون إتحادي في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم 04 بتاريخ 2000/04/29</p>	<p>الإمارات</p>



ويحظر على الهيئة أن تمارس أعمال التجارة أو يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تمتلك أو تصدر أية أوراق مالية.

### المادة 3

تستهدف الهيئة تحقيق الأغراض الآتية:

- 1- إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار وحماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم العادل بين مختلف المستثمرين.
- 2- تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات.
- 3- العمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي.

### المادة 4

أولاً- للهيئة - في سبيل تحقيق أغراضها - ممارسة الصلاحيات الآتية:

- 1- اقتراح الأنظمة الخاصة بما يلي على أن تصدر بقرار من مجلس الوزراء:
  - أ- النظام الخاص بعملها.
  - ب- النظام الخاص بترخيص السوق والرقابة عليه.
  - ج- النظام الخاص بقبول وإدراج وإلغاء أو تعليق إدراج أية أوراق مالية أو سلع من التداول في السوق.
- 2- وضع الأنظمة التالية بالتشاور والتنسيق مع الأسواق المرخصة في الدولة:
  - أ- النظام الخاص بعمل السوق.
  - ب- النظام الخاص بالوسطاء وتنظيم عملهم وإيقافهم.
  - ج- النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية.
  - د- النظام الخاص بعضوية التسويق.
  - هـ- النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.
  - و- نظام التحكيم في المنازعات الناشئة عن تداول الأوراق المالية والسلع.
- 3- تشكيل اللجان الفنية المتخصصة وتحديد نطاق عملها ومقابل إتعابها.

4- الاتصال بالأسواق العالمية بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات والخبرات والانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.

5- القيام بجميع الأعمال الأخرى التي تساعد في تحقيق أغراض الهيئة أو ممارسة صلاحياتها وفقا للقانون.

ثانيا- يجوز للأسواق المرخصة في الدولة اقتراح التعديلات التي تراها مناسبة على الأنظمة المنصوص عليها في هذه المادة.

#### المادة 20

تنشأ في الدولة أسواق لتداول الأوراق المالية والسلع وتكون كل سوق على شكل مؤسسة عامة محلية ترخص من الهيئة ويشترط الربط الإلكتروني المتبادل للأسواق على مستوى الدولة.

ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيله قرار من السلطة المحلية المختصة على إلا تاريخ علمه بالتغيير. يكون من بين أعضائه عضو في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة أو وسيط مالي.

#### المادة 22

يمارس مجلس إدارة السوق الاختصاصات الآتية:

- 1- تعيين مدير عام السوق ونائبه.
- 2- وضع الهيكل التنظيمي وملحقاته والنظام الداخلي وكافة اللوائح والتعليمات الإدارية.
- 3- المتابعة اليومية لعمليات تداول الأوراق المالية والسلع بما يضمن العدالة بين المتعاملين.
- 4- رفع التقارير والبيانات إلى الهيئة وإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على قوانين الدول العربية المتعلقة بسوق الأوراق المالية، المستخرجة من الموقع

الإلكتروني لبرنامج الأمم المتحدة الإنمائي إدارة الحكم في الدول العربية:

<http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp?> لوحظ يوم: 2006/06/02.

مصر هي أول بلد عربي يفصل المسؤوليات التنفيذية عن المسؤوليات الإشرافية، حيث تمارس الهيئة العامة لسوق المال<sup>1</sup> الرقابة على السوق و توفير المعلومات عن السوق، إضافة إلى أنها تشرف على التداول في بورصتي القاهرة و الإسكندرية.

وفي سلطنة عمان تم إنشاء الهيئة العامة لسوق المال مقرها مدينة مسقط، تتبع وزير التجارة و الصناعة و تتولى المهام التالية<sup>2</sup>:

1- تنظيم و ترخيص و مراقبة إصدار الأوراق المالية.

2- الإشراف على سوق مسقط للأوراق المالية.

3- الإشراف على جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

وفي الأردن تم إنشاء هيئة الأوراق المالية، وهي الهيئة الرقابية المنظمة لسوق رأس المال الوطني، وهي هيئة رسمية لها شخصية إعتبارية، تتمتع باستقلال مالي وإداري، ترتبط برئيس الوزراء ، وذلك تعزيراً لإستقلالها وحتى تعمل بكفاءة وفعالية لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها، فتشير المادة 7 من القانون ذي الصلة<sup>3</sup> أن على عاتق الهيئة توفير المناخ المستقر و الملائم لتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، كما تتولى مسؤولية تنظيم و تطوير سوق المملكة للأوراق المالية و الإشراف عليها، حماية حقوق المساهمين و المستثمرين، و معاقبة المشتركين في أنشطة غير قانونية أو محاولة الإساءة لإستخدام النظام بصفة عامة.

و في دول عربية أخرى مثل الكويت و لبنان و قطر، فإن القوانين المنظمة لبورصة الأوراق المالية توحد الأدوار التنفيذية و الإشرافية، حيث تضطلع إدارة بورصة الأوراق المالية بسلطة واسعة للإشراف على شتى الأنشطة، ففي الكويت يتأسس وزير التجارة و الصناعة لجنة سوق الأوراق المالية، اللجنة التي تضم المدير العام للسوق وإثنين من ذوي الخبرة و المعرفة يختارهما مجلس الوزراء و أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة و صناعة الكويت، يجوز لأحدهم القيام بدور الوسيط، يقوم هذا الفريق بطائفة واسعة من الوظائف الإدارية كما يشمل هيكل الإدارة لجنة فرعية يرأسها قاض لحل المنازعات.

### 2- العضوية

تنص قوانين بورصات الأوراق المالية في الدول العربية على أن أعضاء السوق هم شركات المساهمة المدرجة ووسطاء السوق المعتمدين، و تحدد القوانين و الأنظمة التنفيذية المتطلبات القانونية للوسيط

<sup>1</sup> - أنشئت بموجب القرار الجمهوري رقم 520 لعام 1989 المتعلق بتطوير و تنظيم السوق.

<sup>2</sup> - قانون سوق رأس المال بموجب المرسوم السلطاني رقم 98/80 المادة 49.

<sup>3</sup> - قانون الأوراق المالية الأردني لعام 2002.

و دوره المؤسسي، فضلا عن التزامه وحقوقه مع أن التعاريف القانونية للوسطاء تختلف من بلد لآخر فإنه توجد سمة مشتركة هي أن تداول الأوراق المالية ينبغي أن يتم في مقصورة السوق من خلال وسيط مسجل، ومن خلال مقارنة أجهزها اتحاد البورصات و هيئات أسواق المالية العربية بين القوانين المنظمة للوساطة في البورصات العربية للأوراق المالية تبين:

\* تعتبر التشريعات في قطر، مصر و عمان أن تداول الأوراق المالية المدرجة يكون غير قانوني إذا لم تنفذ المعاملات من خلال وسطاء رسميين، و تقصر تداول الأوراق المالية على مقصورة السوق مع حظر أي شكل من أشكال التداول.

\* تجيز التشريعات في البحرين، الكويت و عمان تداول الأوراق المالية المدرجة خارج الموقع المحدد بشرط أن يتم التبادل وفقا لأنظمة معينة، وعلى الرغم من أن هذا قد يعتبر نوعا من التقييد فإنه يتيح إمكانية التداول في الأوراق المالية المدرجة خارج هذه الأسواق، و الطريقة الأفضل هي السماح ببيع و شراء الأوراق المالية المدرجة في سوق محددة في جميع الظروف من خلال الوسطاء المدرجين في السوق لأنها الطريقة التي تضمن سلامة هذه المعاملات كما تتيح للسلطات الإشراف عليه.

\* تختلف الدول العربية في تعريفها للوسطاء حيث تجيز الأردن و البحرين و قطر و لبنان للأفراد العمل بهذه الصفة، في حين تقصر الإمارات العربية المتحدة و الكويت و مصر و عمان، أنشطة الوساطة في الأسواق على الشركات، كما تجيز بعض بلدان مجلس التعاون الخليجي لشركات السمسرة الدولية القيام بأعمال الوساطة، بشرط أن تقيم فروعاً محلية لأداء هذه الوظيفة.

\* تتفق معظم بورصات الأوراق المالية العربية على شروط تسجيل الوسطاء و الترخيص لهم بالعمل و على متطلبات البدئ المتصلة بالحد الأدنى للإحتياطيات الرأسمالية و الضمانات المصرفية و المؤهلات العلمية و التخصص في الميدان و السلطة القانونية لممارسة العمل، و يوجد في بعض الأسواق ميثاق بأن يلتزم الوسطاء بقواعد سلوك خاصة بالمهنة و بإقامة علاقات طيبة بين الوسطاء، و قد وضع إتحاد البورصات العربية و هيئات أسواق المال العربية ميثاق من هذا النوع للوسطاء العرب.

\* تحدد أنظمة الشركات التي تنص عليها قوانين بورصات الأوراق المالية في الدول العربية مسؤوليات الوسطاء في الأسواق التي يعملون بها و كذلك العقوبات التي تفرض في حالة عدم الوفاء بواجباتهم تجاه عملائهم، وتنظم الإشراف على أنشطة الوساطة، حيث يشمل الإشراف كل ما يحدث داخل السوق لضمان إتباع الإجراءات السليمة، كما يتوقع من الوسطاء تزويد المشرفين بأي وثائق يطلبونها، إضافة أنه لا غنى عن الإمتثال الذاتي لقواعد السلوك المهني.

### 3- متطلبات الإدراج في أسواق الأوراق المالية:

إن إدراج الشركات في بورصة الأوراق المالية مرهون بإستفائها لمتطلبات الإدراج، هاته المتطلبات التي يمكن إجمالها في ست مجموعات رئيسية هي: المتطلبات الرأسمالية، متطلبات حقوق المساهمين، متطلبات فترة النشاط السابقة للإدراج، متطلبات أرباح الشركات، متطلبات عدد المساهمين و المتطلبات المتعلقة بإدراج الشركات الأجنبية و فيما يلي نتطرق لهاته المتطلبات بالإسقاط على الدول العربية.

#### ❖ المتطلبات الرأسمالية:

و تشمل هذه المجموعة على ما يلي:

- تتطلب سوق أبو ظبي أن يكون إصدار الأوراق المالية المدرجة من شركات مساهمة برأس مال مدفوع لا يقل عن 50% من القيمة المدرجة، بحد أدنى 20 مليون درهم إماراتي أي ما يقرب 5.4 مليون دولار تقريبا.

- يشترط سوق البحرين ألا يقل رأس المال المدفوع لشركة مدرجة عن 1315000 دولار و أن تكون قيمة الأسهم 500000 دولار على الأقل.

- في بورصة بيروت، يجب أن يكون لرأس مال الشركة المدرجة ما يعادل 3 ملايين دولار بالليرات اللبنانية كحد أدنى، و ينبغي أن لا يقل المساهمون الذين يمثلون 25% من رأس مال الشركة 50 فردا مختلفا على الأقل.

- فيما يخص قيد و إستمرار قيد و شطب الأوراق المالية ببورصتي القاهرة و الإسكندرية، ينص قرار الهيئة العامة لسوق المال على أن تكون الأسهم المتاحة للإصدار العام مساوية لـ 30% على الأقل من مجموع أسهم الشركة، إضافة إلى شرط آخر هو دفع رأس المال المصدر بالكامل و بما يعادل 20 مليون جنيه مصري كحد أدنى أي ما يعادل 3.3 دولار تقريبا، و توجد قائمتان رسميتان في السوق المصرية:

\* الأولى تشمل الأوراق المالية للشركات التي إستوفت الشروط الضرورية.

\* و الثانية تشمل الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، و الأوراق المالية التي يصدرها القطاع العام، و الأوراق المالية للشركات غير المستوفية للحد الأدنى الضروري من المساهمين.

هذا و توجد قائمة غير رسمية مقسمة أيضا إلى فئتين تدرج بها الأوراق المالية غير المستوفية لمتطلبات رأس المال و من ثم لا يمكن إدراجها في القائمتين الرئيسيتين، و تشمل القوائم غير الرسمية على

الشركات التي تفتقر إلى العدد اللازم من المساهمين أو التي لا تعرض نسبة كافية من أوراقها المالية للتداول و حتى الأوراق المالية الأجنبية هي الأخرى تدرج ضمن القوائم غير الرسمية.

- في الكويت يشترط القرار رقم 1 لعام 1993 المتعلق بإقرار و إدراج الأسهم للتداول ألا يقل رأس المال المدفوع للشركة المدرجة عن مليون دينار كويتي، أي ما يعادل تقريبا 3.4 مليون دولار تقريبا.

- في بورصة عمان ووفقا للمادة الخامسة من توجيهات إدراج الأوراق المالية يجب ألا يقل رأس المال المدفوع أو إجمالي القيمة السوقية للشركات في الأردن عن مليوني دينار أردني وهو ما يعادل بالتقريب 2.8 مليون دولار كشرط لإدراج الأوراق المالية، كما يجب أن يكون قد تم تداول 10% على الأقل من أسهم الشركة خلال العام السابق لتغيير الإدراج من السوق الثانوي إلى السوق الأولي، وتجدر الإشارة إلى أن بورصة عمان تشمل على ثلاثة قوائم؛ الأولى و الثانية يجري فيها تداول الأوراق المالية و فقا لقواعد إدراج خاصة، أما الثالثة فتتناول الأوراق المالية غير المدرجة في السوق.

- في المغرب لا يمكن أن تقيد في جدول أسعار بورصة القيم إلا:

- سندات رأس المال القابلة للتداول الصادرة عن شخص معنوي تتوافر فيه الشروط التالية:
- \*أن يكون له رأس مال مدفوعة مبالغه لا يقل عن 15 مليون درهم؛
- \*أن يكون قد عرض على الجمهور ما لا يقل عن 20% من الأسهم التي تمثل رأس ماله يوم قيد القيم المنقولة في البورصة على أبعده تقدير؛
- سندات الدين القابلة للتداول التي تمثل إصدارات تتوافر فيها الشروط التالية:
- \*أن تتعلق بمبلغ لا يقل عن 20 مليون درهم؛

### ❖ متطلبات حقوق المساهمين:

- تتمثل متطلبات حقوق المساهمين فيما يلي:
- تشترط سوق أبو ظبي للأوراق المالية أن تكون حقوق المساهمين لكل مجموعة أسهم تصدرها الشركة متساوية و أن تتجاوز قيمة الأسهم رأس المال المدفوع للشركة بما لا يقل عن 20%.
- في بورصة بيروت لا يشير المرسوم التنفيذي رقم 7667 لعام 1995 إلى أي متطلبات تتعلق بحقوق المساهمين.
- حسب الهيئة العامة لسوق المال في مصر يجب ألا تقل حقوق المساهمين في نهاية السنة عن بداية نفس السنة.

- لقد أشارت أنظمة سوق الكويت للأوراق المالية إلى حقوق المساهمة.
- أما في سوق عمان للأوراق المالية فيشترط أن تتجاوز حقوق المساهمين بالنسبة لشركة تطلب الإدراج، رأس المال المدفوع بنسبة 10% على الأقل في نهاية السابقة للطلب.

### ❖ متطلبات فترة النشاط السابقة للإدراج:

- يمكن إيجاز متطلبات هذه المجموعة في:
- في سوق أبو ظبي يجب أن تكون كل شركة ترغب في إدراج أوراقها المالية قد أنشئت قبل سنتين على الأقل، و أن تكون قد أصدرت بيانات مالية سنوية قد تمت مراجعة حساباتها من قبل طرف أو أطراف مأذون لها بذلك.
- أما في السوق المصرية، يجب أن تكون الشركة المصدرة قد نشرت تقارير مالية عن السنوات الثلاث السابقة لطلب الإدراج، ويجب أن تكون التقارير مستوفية لجميع المتطلبات القانونية ذات الصلة.
- و يشترط سوق الكويت على أن تكون الشركة قد إستوفت متطلبات فترة النشاط المحددة في القانون ذي الصلة، هذا وتنطبق هذه الأحكام على الشركات الكويتية و الأجنبية على حد سواء.

### ❖ متطلبات أرباح الشركات:

- و فيما يتعلق بمتطلبات أرباح الشركات نجد:
- في سوق أبو ظبي يجب أن تكون الشركة الراغبة في الإدراج قد حققت أرباحا سنوية قدرها 5% على الأقل خلال السنتين السابقتين على طلب الإدراج، و يجب أن تكون الأرباح قد وزعت على المساهمين.
- في بورصة بيروت لا توجد قواعد بشأن الأرباح بالنسبة للشركات الراغبة في الإدراج.
- في السوق المصرية، يشير القرار الذي إتخذه مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال إلى ضرورة أن تكون الشركة قد حققت ربحا مقداره 5% في السنة السابقة على الإدراج.
- بموجب المرسوم رقم 1 لعام 1973 لا ينبغي أن تكون الشركة الراغبة في الإدراج في سوق الكويت للأوراق المالية قد تكبدت خسائر خلال السنة السابقة.
- تشترط بورصة عمان أن تكون الشركة قد حققت بعض الأرباح قبل خصم الضرائب في السنة السابقة على طلب الإدراج.

### ❖ متطلبات عدد المساهمين:

تفرض بعض الأسواق المالية في المنطقة متطلبات خاصة بحقوق المساهمين و مبيعات الشركة، حجم التداول و عدد المساهمين، ومن ذلك تتطلب بورصتي القاهرة و الإسكندرية أن يكون عدد المساهمين في الشركة 150 فردا على الأقل، بغض النظر عن الجنسية، و بالمقابل وضعت بورصة عمان و سوق الدوحة للأوراق المالية حدا أدنى مقداره 100 فرد لكل شركة، بينما تطلب بورصة بيروت أن تكون نسبة 25% من أسهم الشركة مملوك لمجموعة لا تقل عن 50 مساهما مختلفا.

### ❖ المتطلبات المتعلقة بإدراج الشركات الأجنبية:

لا تختلف المتطلبات المتعلقة بالشركات الأجنبية عن تلك المتعلقة بالشركات المحلية إلا في بعض الأحكام الإضافية التي تهدف إلى حماية حقوق المستثمرين و ضمان نزاهة التداول و فيما يلي قواعد إدراج الأوراق المالية الأجنبية في بعض بورصات الأوراق المالية العربية:

- في سوق أبو ظبي تخضع الأوراق المالية التي تصدرها الشركات الأجنبية لمتطلبات الإدراج المحلية.
- تشترط الهيئة العامة لسوق المال بمصر أن تدرج الأوراق المالية الأجنبية في القوائم غير الرسمية، مع شرط إستفائها لنفس المتطلبات التي تطبق على الشركات المصرية، بالإضافة إلى ذلك يجب أن تكون الورقة مدرجة في بورصة أجنبية تشرف عليها سلطة تمارس إجراءات مماثلة لإجراءات الهيئة العامة لسوق المال بمصر، و أن تكون الأسهم بعملة أجنبية تصرف بالجنه المصري، و أن تطبق الشركة الأجنبية معايير المراجعة و المراقبة الدولية في إعداد تقاريرها المالية، التقارير التي يجب أن تنشر مرفقا بها بيانات المراجعين و التفسيرات اللازمة في إحدى الصحف اليومية العامة الواسعة الإنتشار التي تصدر في مصر خلال شهر من إعتمادها في البلد مقر الشركة.
- فيما يتعلق ببورصة بيروت، تجيز المادة 83 من القانون 7667 لعام 1995 أن تطلب الشركات الأجنبية إدراجها في السوق الرسمي أو المناظر، و تشير المادة 86 إلى أن نفس المتطلبات تنطبق على الشركات اللبنانية و الأجنبية الساعية إلى الإدراج، و يجب أن تستعمل طريقة محاسبية مقبولة دوليا في جميع المستندات المالية، كما يعطي القانون<sup>1</sup> للجنة السوق الحق في رفض كل أو بعض المستندات في أي ملف يقدمه مصدر أجنبي، حتى إذا أستوفيت جميع المتطلبات الأخرى.
- في الكويت، يتطلب القانون المعتمد في عام 1986 من جميع الشركات المساهمة غير الكويتية أن تقدم المستندات الضرورية لإستيفاء جميع المتطلبات عند التقدم بطلب للإدراج، و ينبغي أن تثبت الشركة إما أنها مدرجة في بورصة دولية مقبولة لدى لجنة سوق الأوراق المالية في الكويت أو أن

<sup>1</sup> - المادة 87 من القانون 7667 لعام 1995.



نسبة 25% من رأس مالها متاح للإصدار العام في الكويت، كما يجب أن يبلغ رأس المال المدفوع خمسة ملايين دينار كويتي على الأقل، و أن لا تكون الشركة قد تكبدت خسائر على مدى سنتين على طلب الإدراج، و يجب أن لا يتعارض عقد الشركة و النظام الأساسي لعملياتها مع قوانين الكويت ، و يمكن عدم فرض قيود على حقوق المساهمين الجدد في تداول الأوراق المالية للشركة، و يجب أن تلتزم الشركات المساهمة غير الكويتية المدرجة في السوق بالقوانين المالية ذات الصلة، و في هذا السياق، يتعين تقديم التقارير المالية التي تطلبها لجنة سوق الأوراق المالية في الوقت المناسب جنبا إلى جنب مع إسم و عنوان المراجع المالي للتقارير، كما يجب على الشركة أن تبلغ إدارة السوق بأي قرارات يمكن أن تؤثر على سعر أوراقها المالية المدرجة، و يجب أن تتم معاملات التداول التي تشمل الأوراق المالية للشركات الأجنبية المدرجة من خلال شركات الوساطة المختارة من قبل إدارة السوق، أما الشركات المساهمة التي يكون منشأها في أي من دول مجلس التعاون الخليجي<sup>1</sup> فهي معفاة من هذه المتطلبات.

- أما في بورصة عمان فتشير المادة 14 من التوجيهات المتعلقة بإدراج الأوراق المالية، إلى أن أحكام و شروط إدراج الأوراق المالية تنطبق على الشركات الأردنية و غير الأردنية على قدم المساواة، و بشأن إدراج الأوراق المالية غير الأردنية يجب ما يلي:

\* أن تكون الأوراق المالية قد أدرجت لمدة سنتين على الأقل في سوق غير أردني يجيز أيضا إدراج الأوراق المالية الأردنية إذا أستوفيت متطلباتها.

\* و ألا تشمل مواد إنتساب الشركة المدرجة على أي أحكام تحظر نقل الملكية.

و إذا رغبت شركة أردنية في إدراج أوراقها المالية في أي بورصة خارج المملكة، فإنه يجب عليها إبلاغ سلطات السوق بأسباب الطلب، يرسل هذا التفسير مرفقا بأراء سلطات السوق إلى لجنة الأوراق المالية للحصول على الإذن المطلوب.

### ثانيا: القوانين و الأنظمة الأخرى ذات الصلة بالسوق

هناك العديد من القواعد ذات الصلة ببورصة الأوراق المالية و من ذلك: قوانين الضرائب

و مراجعة الحسابات و الإستثمار الأجنبي؛

1. قوانين الضرائب: كثيرا ما تتضمن قوانين الضرائب إعفاءات للمساهمين سواء الموجودين أو المحتملين بغية تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية، كما قد تشمل بعض القوانين إعفاءات في

<sup>1</sup> - تضم دول مجلس التعاون الخليجي كل من: الإمارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، عمان، قطر، الكويت، المملكة العربية السعودية.

جانب العرض لتشجيع الأعمال التجارية الأسرية الملكية المغلقة<sup>1</sup> على أن تصبح شركات مساهمة، و قد تتعدى هذه الإعفاءات الخفض إلى الإلغاء مثل إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب لتشجيع المشاركة الجديدة و الإستمرار في السوق، و في هذا المجال نجد أن بعض الدول العربية كدول الخليج مثلاً لا توجد فيها قوانين ضريبية متعلقة بالأوراق المالية، في حين أن دولاً أخرى لجأت إلى تغيير قوانينها لخفض العبء الضريبي على شركات المساهمة.

2. قوانين مراجعة الحسابات: وهي القوانين التي تحدد مسؤوليات مراجعي الحسابات، و إجراءات الوفاء بهذه المسؤوليات، و العقوبات التي تفرض على خرق القوانين. و في هذا السياق تطلب معظم الدول العربية من شركات المساهمة تطبيق المعايير الدولية لمراجعة الحسابات، و هذا من أجل إعطاء فكرة واضحة عن المراكز المالية لهذه الشركات، في حين لا توجد ممارسات لمراجعة الحسابات في بعض بورصات الأوراق المالية العربية، إضافة إلى الإفتقار إلى المعلومات المالية الدقيقة و الإختلاف في اللوائح التنفيذية المتعلقة بمراجعة الحسابات و كلها تمثل عوامل تضعف نظام السوق.

3. قوانين الإستثمار الأجنبي: و المقصود هنا مستوى الإفتتاح في الأسواق و مدى توافر الضمانات و الحوافز و تيسير عمليات التداول لتشجيع تدفق الإستثمار الأجنبي، هذا المستوى من الإفتتاح و كما يبينه الجدول الموالي (3-1) يختلف من بلد إلى آخر ففي الحين الذي تشجع تدفقه بعض الدول، تعتمد دول أخرى إلى وضع بعض التنظيم لحركة رأس المال لتحقيق الإستقرار و الحد من المضاربات غير المشروعة.

<sup>1</sup> - هي شركات عائلية لا يتجاوز عدد المساهمين فيها 15 مساهم يكونون في الأغلب كلهم من عائلة واحدة، و أسهمها غير مطروحة للتداول العام، و لكنها تلجأ للإدراج في البورصة للإستفادة من مزايا ضريبية.

جدول رقم (3-1): أوضاع القيود المفروضة على الإستثمار الأجنبي في بورصات

### الأوراق المالية العربية

مغلقة	عبر صناديق الإستثمار	الشروط المحددة	إنفتاح جزئي للتملك	إنفتاح كامل للتملك	البورصات العربية
	*	حد أقصى 50% في قطاعات التعدين و البناء، التجارية و التجارة و الخدمات	*		سوق عمان المالي
	*				الإمارات
		الحد الأقصى 24%	*		سوق البحرين
*					سوق الدوحة
	*	الحد الأقصى 49%	*		بورصة تونس
	*	الحد الأقصى في أغلب الشركات 49%	*		سوق مسقط
	*				سوق الأسهم السعودية
*					سوق الكويت
	*				بورصة بيروت
	*				سوق المال بمصر
	*				بورصة الدار البيضاء

المصدر: محمود نحمده علي إبراهيم التكامل الإقتصادي بين الدول العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع

إشارة خاصة لسوق المال في مصر مرجع سبق ذكره ص 71.

### المطلب الثاني: متطلبات البنية التحتية

يعتبر نظام التداول و الإيداع المركزي للأوراق المالية و قواعد التسوية و المقاصة العناصر الهيكلية الأساسية لسوق الأوراق المالية، وهي العناصر التي سنتطرق لها من خلال هذا المطلب.

#### أولاً: نظام التداول

يتألف نظام التداول من القواعد و الإجراءات المنظمةة لجميع العمليات المرتبطة بتداول الأوراق المالية، بما في ذلك تلك المرتبطة بالعرض و الطلب و إقرار الصفقات و قضايا الأسعار، إن إدخال

التكنولوجيات الحديثة في هذا المجال كنشر المعلومات من خلال الأنترنت يسر عمليات التداول، كما مكن بورصات الأوراق المالية العربية من تلبية حاجات المستثمرين، و توفير مستوى عال من الشفافية و الفعالية.

تستخدم الدول العربية ثلاثة نظم تداول<sup>1</sup>:

\* نظام "EFA" الكندي الذي تستخدمه بورصات الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، مصر و المملكة العربية السعودية؛

\* نظام التداول الفرنسي "NSC-UNIX"؛

\* أما الكويت فتستخدم نظاما فريدا، أعتمد في جانفي 1996.

### ثانيا: نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية

يعمل هذا النظام كبنك للأوراق المالية، حيث تخزن فيه جميع الدفاتر و السجلات و تحويلات ملكية الأوراق المالية، مما يعمل على الحد من الأخطاء و غيرها من الصعوبات التي تنتج عن فقدان الوثائق أو سرقتها أو تزويرها "و يعتبر الإيداع المركزي للأوراق المالية تمديدا لقواعد المقاصة و التسوية و يمكن أن يؤثر على سرعة تداول الأسهم"<sup>2</sup>، وفي سبيل تطوير و تعزيز بورصات الأوراق المالية إهتمت الدول العربية بهذه النقطة، ففي مصر تم إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع و القيد المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم ١٥١ لسنة ١٩٩٩.

### ثالثا: المقاصة و التسوية

هناك إختلاف بين الدول العربية حول من يقوم بوظيفة المقاصة و التسوية، إما السوق أو شركة مستقلة عن السوق فنجد أن:

- في المغرب تقوم الشركة المسيرة بتنظيم المقاصة و تسليم السندات و وسائل الأداء، و تعقد جلسات التسليم مرة في الأسبوع على الأقل. و يجب أن تقوم شركات البورصة بالتسليم الفعلي للسندات إلى الأمرين بالسحب بعد إبرام المعاملة بواحد و عشرين يوما على أبعد تقدير<sup>3</sup>
- في تونس "تشكل شركة مهنية للإيداع و المقاصة و التسوية من وسطاء البورصة في شكل شركة خفية الإسم يمكن فتح رأس مالها لغيرهم من المؤسسات التي يصادق وزير المالية على مساهمتها. و يمكن لشركة الإيداع و المقاصة و التسوية تلقي إيداعات الأوراق المالية بمقتضى عقود. و ينجر عن إيداع الأوراق المالية مسك حسابات لفائدة الشركة المصدرة و لصاحب الأوراق المالية و لوسطاء

<sup>1</sup> - اللجنة الاقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا إستجابة للعملة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا مرجع سبق ذكره ص 27.

<sup>2</sup> - المرجع السابق ص 28.

<sup>3</sup> - المادة 33 من القانون المتعلق ببورصة القيم الصادر بتاريخ 1993/09/21.

البورصة كل في ما يخصه لدى شركة الإيداع والمقاصة والتسوية، تنص على عدد الأوراق المالية المودعة لديها وعدد الأوراق المالية المحمولة عينيا من طرف أصحابها . وتتولى توثيق الرهون والاعتراضات أو أية تحملات أخرى على الأوراق المالية المودعة لديها والحقوق المرتبطة بها.<sup>1</sup>

- في الجزائر تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بتنظيم عمليات المقاصة.

- في الإمارات تقوم هيئة الأوراق المالية و السلع بعمليات المقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية.

- في حين قررت كل من الكويت و لبنان و مصر إنشاء شركات خاصة مستقلة عن السوق لأداء وظائف الإيداع و التسوية و المقاصة، فأنشأت الكويت أول شركة للمقاصة و التسوية في عام 1982، تلتها لبنان في عام 1994 و مصر في عام 1996. " و تستند أنشطة الشركات الثلاث إلى توصيات "مجموعة الثلاثين" التي وضعت المعايير الدولية لنظم المقاصة و التسوية"<sup>2</sup>.

### رابعا: نشر المعلومات

أحد العناصر التي تدعم عملية التداول، هي نشر المعلومات، و التي يجب أن تكون مناسبة من حيث زمن نشرها و نوعها، فيما يتعلق بالزمن تعمل السلطات على وضع إجراءات معينة لنشر المعلومات في الأوقات المناسبة للمشاركين في السوق و الجمهور، و أما ما يتعلق بالنوع فهناك نوعان من المعلومات اللازمة، يشمل النوع الأول بيانات واقعية منها حجم التداول في السوق، أسعار الأوراق المالية و العقود الجديدة و البيانات المالية للشركات، أما النوع الثاني فهي المعلومات المستمدة من البيانات كمؤشرات السوق و تحليل السوق و المعلومات الأساسية عن فعالية السوق و الشركات المتعاملة فيه و المعلومات الإقتصادية المحلية و الدولية.

وفي سبيل توفير معلومات يسهل الوصول إليها في الوقت المناسب عن بورصات الأوراق المالية العربية أنشأ اتحاد البورصات و هيئات أسواق المال العربية الشبكة العربية للأسواق المالية في سبتمبر 2001، لكن قبل ظهور هذه الشركة إلى الوجود كانت أسواق الكويت و لبنان و مصر قد عقدت إتفاقا مع "رويترز" لتقديم معلومات إلى المستثمرين في البلدان الثلاثة.

<sup>1</sup> - المادة 77، 78 من القانون المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية الصادر بتاريخ 1994/11/14.

<sup>2</sup> - اللجنة الإقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا إستجابة للعولمة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا. مرجع سبق ذكره ص

### المبحث الثالث: الشروط الأساسية على مستوى الشركات

يعتمد نجاح التعاون بين بورصات الأوراق المالية أيضا على الإستثمارات المالية المدرجة أو التي ستدرج في هذه الأسواق، فالأسهم مثلا و التي تمثل المحرك الرئيسي لأي بورصة، تعتمد على المركز المالي و أداء الشركات المصدرة لها، و كذا نموها و ملاءمتها و توقعات المستثمرين بشأن نموها المالي و التجاري، و كلما كانت هذه المعلومات متوفرة و شفافة على صعيد البورصات المتعاونة، كلما كانت هذه الفرص الإستثمارية جذابة، و زاد الإهتمام بالأوراق المالية القابلة للتداول في هذه البورصات.

### المطلب الأول: الإفصاح المالي للشركات و توافر المعلومات

أي "قدرة قطاع الشركات و إستعداده لتوفير معلومات مالية مناسبة و شفافة على أساس منتظم، فلا يمكن إجراء تحليل أساسي دقيق للشركات المصدرة و أوراقها المالية بدون توفر الحقائق و الأرقام المناسبة، و الإفصاح لا يقتصر على البيانات المالية المدققة و المذكرات التفسيرية المتصلة بها فحسب، و لكنه ينبغي أن يشمل أيضا المعلومات ذات الصلة و التحليل الوارد في التقرير السنوي للشركة، بما في ذلك إستعراض و مناقشة الإدارة للنتائج المالية"<sup>1</sup>

#### أولاً: المعايير المحاسبية

تعتبر المعايير المحاسبية أساس الإفصاح المالي الشفاف، و رغم أنه لا يوجد إجماع بعد على ما إذا كان من الأجدى لتعزيز التعاون بين الدول العربية تنسيق المعايير العربية أو العمل بالمعايير الدولية داخل المنطقة، فإن تطبيق المعايير المحاسبية الدولية التي تهدف لجنة المعايير المحاسبية الدولية<sup>2</sup> من خلالها إلى:

- ✓ توخيا للمصلحة العامة، فإن وضع مجموعة وحيدة من المعايير المحاسبية العالمية ذات النوعية العالية و المفهومة و القابلة للتنفيذ يتطلب معلومات عالية النوعية، شفافة و قابلة للمقارنة في البيانات المالية و غير ذلك من أنواع الإبلاغ المالي لمساعدة المشاركين في بورصات الأوراق المالية في العالم و غيرهم من المستعملين على إتخاذ قرارات إقتصادية.
- ✓ تشجيع إستخدام هذه المعايير و تطبيقها بصورة فعالة.

<sup>1</sup> - اللجنة الإجتماعية و الإقتصادية لغربي آسيا إستجابة للعملة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا مرجع سبق ذكره ص 31.

<sup>2</sup> - أنشأها في عام 1973 كل من أستراليا، ألمانيا، إيرلندا، فرنسا، كندا، المكسيك، المملكة المتحدة، هولندا، الولايات المتحدة و اليابان.

✓ تحقيق التطابق بين المعايير المحاسبية الوطنية و المعايير المحاسبية الدولية للوصول إلى حلول عالية النوعية.

العديد من الفوائد على بورصات الأوراق المالية العربية منها:

1. تتيح المعايير المحاسبية الموحدة لجميع الشركات المدرجة إقليمياً المقارنة الدقيقة فيما بين بلدان المنطقة للنتائج المالية التي تحققها الشركات.

2. تجعل هذه المعايير من البيانات المالية التي تصدرها الشركات أساساً موثوقاً منه للمحللين و المستثمرين لتقييم الأداء و المركز المالي لهذه الشركات و أوراقها المالية.

3. يعطي اعتماد المعايير المحاسبية الدولية، معايير محاسبية لبورصات الأوراق المالية العربية مماثلة لتلك التي يطبقها أعضاء الإتحاد الأوروبي، مما يعزز الآمال في إمكانية إجراء معاملات للشركات على المستوى الدولي.

و إذا أخذنا الإتحاد الأوروبي كنموذج نجد أنه "يعتمد حزمة المعايير المحاسبية الدولية و أقر رسمياً مجموعة من المبادئ تقتضي أن تعتمد الشركات المدرجة للتداول العام معايير محاسبية مشتركة"<sup>1</sup>.

### ثانياً: أوجه الإفصاح و التنبؤات المالية المطلوبة من الشركات

حتى تكتسب الشركة المصدقية بين المستثمرين يجب أن توفر تقارير شاملة عن المركز المالي و الأداء و الإستراتيجية التجارية و توقعات النمو و الإيرادات و خطط التوسع، إضافة إلى توفير إمكانية وصول سهلة إلى هذه التقارير و المعلومات للمستثمرين العرب، و بناءً عليه يجب على الشركات:

- ينبغي أن تشمل نشرة الإصدارات الأولية و التي تجمع من خلالها الأموال لشركة ما، على بيانات مالية مدققة عن الشركة في السنوات السابقة و وصف لأعمالها التجارية و توقعاتها، و ينبغي للشركة أن تتحاشى وضع سعر غير مبرر للسهم بالنظر إلى أن هذا سيضعف الثقة في الشركة الحديثة الإدراج.

- إعداد بيانات مالية مدققة سنوياً عن السنة الجارية و السنوات السابقة، على أن يتم إعدادها و فقاً لمعايير موثوقة و مقبولة دولياً، و أن تتاح في الوقت المناسب نظراً لما يكتسبه ذلك من أهمية؛

- إضافة إلى توفير البيانات السنوية، ينبغي توفير بيانات مالية فصلية، بالنظر إلى أن توفير هذه المعلومات للمستثمرين يمكنهم من أخذ فكرة عن الأداء المالي للشركة.

- إعداد تقارير سنوية توفر معلومات عن الشركة و إدارتها، و تحليل الإدارة للنتائج المالية.

<sup>1</sup> - اللجنة الاجتماعية و الاقتصادية لغربي آسيا إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا مرجع سبق ذكره ص 32.

- تقديم إشعارات عن أية تغييرات في الإستراتيجية التجارية و هيكل المساهمين و ما إلى ذلك في الوقت المناسب.
- توفير إستيفاءات منظمة عن الأنشطة التجارية و مركز الشركة، بما في ذلك نصيبتها من السوق و المنتجات و الخدمات الجديدة فيها و نفاذها إلى أسواق جديدة، توزيع الأرباح المتوقعة و غير ذلك من المعلومات ذات الصلة بالشركة؛
- توفير سجل بممارسات الإدارة في الشركة بما في ذلك معايير السلوك التجاري و مبادئ إدارة الشركة و مدونة قواعد السلوك لكبار الموظفين الماليين؛
- توفير معلومات كافية عن سياسة الشركة لمنع إساءة إستخدام مسؤولي الشركة للمعلومات الداخلية في تداول الأوراق المالية، مما يعزز مصداقية الشركة بين المستثمرين؛
- توفير النقاط السالفة الذكر في الوقت المناسب و سهولة الحصول عليها، إذ ينبغي على الشركات المدرجة في البورصات العربية أن تعمل على أن تكون التقارير الشاملة و المستوفاة أيسر توافرا للمستثمرين الحاليين و المحتملين في شتى أنحاء المنطقة. و يتحقق هذا على نحو أفضل من خلال المواقع الإلكترونية للشركات، هذه الأخيرة التي يجب أن تشمل موجز عن خلفيتها و إدارتها، كما يمكن لمراكز البحوث العربية المتخصصة و إدارات البحوث في المؤسسات المالية العربية أن تساعد في نشر المعلومات عن الشركات و توفير تحليلات موضوعية للأوراق المالية المدرجة.

### المطلب الثاني: دور محلي الأوراق المالية و إدارة الشركات

من أجل تعزيز ثقة المستثمرين في الإصدارات على مستوى بورصات الدول العربية يجب على الشركة و محلي الأوراق المالية تقديم تقارير تقدر و تقيم الأسهم و السندات بالشكل الذي يساعد المستثمرين على إتخاذ قرارات سليمة و مدروسة.

#### ثانيا: دور محلي الأوراق المالية

و تحليل الأوراق المالية يفيد في تحديد مصداقية و جاذبية الأوراق المالية المدرجة على مستوى البورصات العربية، ولا شك أن توحيد هذا التحليل لا يقل أهمية عن توحيد إجراءات المحاسبة و المراجعة من أجل تعزيز التعاون بين بورصات الأوراق المالية، و في هذا المجال يمكن للدول العربية أن تستفيد من خبرة البورصات في الدول المتقدمة و فيما يلي القواعد التي وضعها روبرت أولستين<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - مدير "Olstein Financial Alert Fund" في نيويورك.



التي تمثل منهجية معيارية يمكن أن يتبعها المحللون الماليون و شركات البحوث التي تتيح للمستثمرين الإستناد في قراراتهم على التقارير التي تعدها<sup>1</sup>:

ينبغي أن تشمل تقارير جميع المحللين " ميزانية الشركة و أن تظهر إيراداتها في السنتين السابقتين" كما أن التقارير ينبغي أن تشمل أيضا توقعات الأرباح و النفقات الرأسمالية و إحتياجات رأس المال العامل للشركة على مدى ثلاث سنوات؛"ولا ينبغي أن تشمل تقارير المحللين على توصيات بالبيع أو بالشراء، و لكن ينبغي أن تشير إلى ما إذا كانت الورقة المالية مقيمة بأقل من قيمتها الفعلية أو مقيمة بصورة عادلة أو مبالغ في قيمتها؛ كما ينبغي أن تبين تقارير المحللين ما يلي: أنه تم إستعراض ممارسات الإبلاغ و الإفصاح المحاسبي و أي إنحرافات في نسب رأس المال العامل و السيولة أو أن ممارسات الإبلاغ لا تتفق في رأي المحلل.

### ثانيا: إدارة الشركات

بالإضافة إلى دور محلي الأوراق المالية، هناك عامل آخر ذا أهمية بالغة وهو نوعية إدارة الشركة و قدرتها على ضمان تنفيذ إستراتيجيات الشركة و مخططات نموها و المتابعة الضرورية لها. فمن جهة المستثمر يرغب دائما في معرفة قدرات الأداء العملي و المالي و التوقعات المتعلقة سواء بفرادى الشركات أو المتعلقة بقطاع الشركات في مجمله، و من جهة أخرى حسن إدارة الشركة يفيد في تشكيل ملامح نموها و أرباحها و إمكاناتها الطويلة الأجل، و كل هذا يؤثر على الطلب على الأوراق المالية المدرجة، سواء كان الطلب محليا أو عابرا للحدود.

لذلك يجب على الشركات العربية أن تنظم عملياتها و إدارتها و قاعدة المساهمين بها حتى تحسن كفاءتها و إنتاجيتها و تضمن إستمراريتها خاصة و أن المنطقة العربية منطقة تكثر فيها الشركات العائلية أو أسرية الملكية و التي تعلق فيها الروابط الأسرية على مصالح الشركة، و عليه فإنه ينبغي للملكي و مديري هذه الشركات إتخاذ جميع القرارات الإدارية لمصلحة شركاتهم بدون أي إعتبار آخر، و أن تكون شركاتهم مؤسسات مستقلة و مستدامة و نامية بغض النظر عن هياكل ملكيتها. و إضافة لما سبق فإن زيادة رقم الأعمال يعتبر عاملا رئيسيا آخر يؤثر على أداء و مركز الشركة، و بدون الزيادة المتوقعة و الفعلية في مجموع إيرادات الشركة، لا يمكن توقع تحقيق نمو في الأموال المتاحة لتوزيع الأرباح، و يعني إنخفاض النمو المتوقع في الأرباح ضعف الإمكانيات المتعلقة بقيمة الورقة المالية، و بالتالي ضعف طلب المستثمرين عليها، و تعتمد جاذبية الورقة المالية المتداولة لشركة

<sup>1</sup> - اللجنة الإجتماعية و الإقتصادية لغربي آسيا إستجابة للعملة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا مرجع سبق ذكره ص 39.

ما على التخطيط المالي للسليم للشركة و ربحيتها لأن النمو بدون ربحية لا معنى له إذا لم يثبت أنه يمثل مرحلة مؤقتة بدون أي آثار سلبية طويلة الأجل على الشركة و ملاءمتها.

### خلاصة الفصل الثالث:

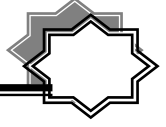
بمحاولة الإجابة على التساؤل الذي طرحناه في تمهيد الفصل، تطرقنا كمرحلة أولى إلى التعاون بين بورصات الأوراق المالية بصورة نظرية من خلال مختلف نماذج و مستويات التعاون، و بصورة عملية من خلال عرض التجارب الدولية في المجال، ثم دراسة الإمكانيات المتطلبة لتحقيق التعاون مع الإسقاط على الدول العربية كمرحلة ثانية، و عليه خلصنا إلى النتائج التالية:

- ✓ توجد العديد من السبل والوسائل لإقامة تعاون أو إرساء صلات بين البورصات المختلفة. وتعتمد آليات ذلك في معظم الحالات على هيكل كل بورصة وعلى القدرات التي تتمتع بها.
- ✓ كما تلعب مرافق البنية الأساسية مثل الطاقة و الإتصالات والبنوك دورا هاما في دعم تلك الآليات.
- ✓ ومن ناحية أخرى، ينبغي على البورصات العاملة في البلدان الأعضاء أن تعتمد مجموعة موحدة من القواعد والمعايير فيما يتعلق بعمليات تسجيل الشركات والمخالصة والتسوية وأن تطالب الشركات المسجلة بالالتزام بها.
- ✓ التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية يخضع لمسؤوليات هامة على عاتق هذه الدول، من بينها وضع الإطار التنظيمي للإشراف على عمليات تلك الأسواق وإجراء التعديلات اللازمة على القوانين الوطنية. و مما لاشك فيه أن المواءمة بين مختلف النظم المؤسسية والقانونية من شأنه ترسيخ مركز تلك الأسواق في البلدان المشاركة.
- ✓ بغية تنشيط الإستثمار في الأوراق المالية المدرجة بين بلدان المنطقة، يحتاج قطاع الشركات العربية إلى تعزيز الشفافية في الإبلاغ المالي و توفير المعلومات ذات الصلة إلى ما وراء الحدود الوطنية.

سعي الدول العربية إلى توثيق عرى التعاون بينها هو في سبيل تحقيق جملة من الأهداف نتطرق إليها من خلال الفصل الموالي: أهداف التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية و آليات تجسيده.

## الفصل الرابع:

أهداف التعاون العربي في مجال بورصات  
الأوراق المالية وآليات تجسيده



## أهداف التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق

### المالية و آليات تجسيده.

#### تمهيد:

شهدت بدايات عام 1998 بدء الخطوات الفعلية والعملية لإقامة منطقة التجارة الحرة العربية ولكن في رأي وفكر كبار الإقتصاديين يجب أن تقوم مثل هذه المنطقة على دعامة كبرى يجب ألا نتغافل عنها وهي إقامة السوق العربية للأوراق المالية لتكون بمثابة قوة الدفع الفعلي لتنفيذ العملي لمنطقة التجارة الحرة ومن هنا يحدث الانطلاق الحقيقي والتقدم السريع بل ويساعد على تخفيض الفترة الزمنية المقررة لها، وتكون بمثابة الوثبة الحقيقية لقيام سوق عربية مشتركة ويعتبر هدف قيام بورصة عربية للأوراق المالية في مقدمة الأهداف القابلة للتحقيق على أرض الواقع. و على هذا الأساس سنبحاول من هذا الفصل إستنتاج الآلية المناسبة للعمل العربي بناء على النماذج المذكورة سابقا و الأهداف المراد تحقيقها مع الإشارة إلى تجارب الربط بين البورصات التي قامت بها الدول العربية فيما بينها ، كالربط الثنائي بين سوق الكويت للأوراق المالية و الهيئة العامة لسوق المال المصرية ، و كذا الربط الثلاثي بين أسواق كل من (الكويت ، مصر ، لبنان)، وصولا إلى مشروع البورصة العربية الموحدة، منطقتها، وظائفها، مراحل إنشائها و آفاقها، من خلال الإجابة على التساؤل التالي:

**ما هي الأهداف التي يسعى التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية إلى بلوغها، وكيف يمكن تجسيد هذا التعاون على أرض الواقع؟**

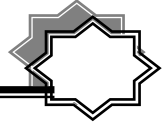
التساؤل الذي حاولنا الإجابة عليه في المباحث التالية:

**المبحث الأول:** أهداف التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

**المبحث الثاني:** التجارب العربية في التعاون بين بورصات الأوراق المالية

**المبحث الثالث:** معوقات التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

**المبحث الرابع:** آليات تجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية



#### المبحث الأول: أهداف التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

عرفت الدول العربية إهتماما متزايدا في مجال إنشاء و تطوير بورصات الأوراق المالية و إمكانية التعاون بينها، و جاء هذا الإهتمام إنطلاقا من إيمان راسخ لدى هذه الدول بأن بورصات الأوراق المالية يمكن أن تساعد على زيادة النمو الإقتصادي، و التقليل من الإعتماد على التمويل الخارجي باعتبارها إحدى أهم القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية و توظيفها في المشاريع الإستثمارية، وفي الوقت نفسه فإن التعاون بين هذه البورصات و إنفتاحها على بعضها البعض له بالغ الأثر على تيسير حركة إنتقال رؤوس الأموال العربية و إستثمارها داخل المنطقة العربية.

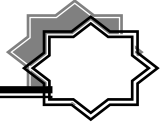
#### المطلب الأول: على المستوى الإقليمي

من هذه الزاوية يهدف التعاون بين بورصات الأوراق المالية إلى تحقيق جملة من الأهداف يمكن تصنيفها إلى مجموعتين، الأولى تتعلق بالجانب التقني و الثانية بالجانب التشريعي، و هو ما سنتعرض إليه فيما يلي.

#### أولا: الجانب التقني

\* تعتبر ثقة المستثمرين المطلب الأساسي للشركات سواء كانت شركات محلية صغيرة أو متعددة الجنسيات، لأن هذه الثقة هي التي يعتمد عليها المستثمرون كمييار للإختيار بين الإستثمار في بورصة متقدمة أو بورصة عربية ناشئة للأوراق المالية، فيحاطر الفرد بشراء الأسهم عندما يتوقع أن تكون الأرباح عليها أعلى من الفوائد على السندات أو الحسابات في البنوك و هناك بعض المستثمرين يدرسون بأنفسهم الأوضاع لمعرفة المخاطر المرتبطة بالإشتراك في بورصات الأسهم، و عليه فإن الشركات التي تطبق المعايير المحاسبية الدولية السليمة و تفصح عن جميع المعلومات المالية اللازمة إفصاحا كاملا تكون لها قدرة أكبر على إجتذاب الإستثمارات، و مع واقع تشير تقديراته إلى أن حوالي 800 مليار دولار من الأموال العربية تستثمر في الأسواق الغربية، يهدف ربط بورصات الأوراق المالية العربية إلى تمكين الشركات العربية من المنافسة بصورة فعالة و كسب ثقة المستثمرين من خلال توفير المعلومات الموثوق بها<sup>1</sup> عن قيمة الشركات المدرجة و قدرتها على تحقيق الأرباح

<sup>1</sup> - نقصد هنا مسألة الثقة في دقة البيانات المالية للشركات حيث يمكن للشركات التلاعب بالبيانات، مثل الفوائض المحاسبية التي شهدتها العقد الأخير من القرن الماضي حتى في البورصات المتقدمة، ومن ذلك أظهر تحليل لكل شركة من الشركات المدرجة في مؤشر ستاندرد آند بورز (S & P500) أن الأرباح الفعلية للشركات كانت أقل بنسبة 18 من الأرباح المبلغه للمساهمين عندما أحررت تسويات لممارسات حسابية مشكوك فيها.



بإجبار الشركات المدرجة أو الطالبة للإدراج فيها أن توفر المعلومات العالية النوعية و الشاملة، المناسبة و اللازمة للمستثمرين<sup>1</sup> بتوفير إمكانية وصول كاملة وعادلة للتقارير المالية و غير ذلك من البيانات و التحليلات ذات الصلة، و بصيغة أخرى يهدف التعاون إلى تحقيق و إستمرار الشفافية المالية للشركات لأن منافسة الشركات المدرجة في بورصات المنطقة لإجتذاب المستثمرين يجبرهم على توفير الإفصاح الكامل عن المعلومات الدقيقة، هذه المعلومات التي إذا لم تتوفر فإن أموال المستثمرين تتجه إلى أماكن أخرى.

\* تعتمد الشركات العربية الصغيرة و المتوسطة على البنوك كمصدر رئيسي للتمويل، فمن زاوية التكلفة و على إعتبار أن تكلفة الحصول على الأموال تؤثر على القدرة التنافسية للشركات فإن خيار التمويل بالقروض عالي التكلفة و يمكن أن يعوض بالتمويل بالأسهم كبديل أقل تكلفة، و من زاوية أخرى فإن البلدان العربية تتبع مبادئ الشريعة الإسلامية التي تحرم التعامل بالفائدة و تشجع مبادئ المشاركة في الربح و الخسارة، و من هذا المنطلق يهدف التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية إلى توفير لشركات القطاع الخاص في الدول العربية مصادر تمويل أكثر فعالية من حيث تكلفة رأس المال المتاح لتنمية الأعمال التجارية و من حيث تقييدها بالروح الإسلامية.

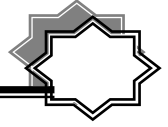
\* كما يهدف التعاون بين البورصات إلى تحسين صورة الشركات أمام الرأي العام لأن الإدراج يستدعي ضرورة أن تستوفي الشركات لمتطلبات الإدراج و الإفصاح مما يعزز ثقة المستثمرين و المستهلكين فيها و تصبح أكثر إجتذاباً للموظفين و المديرين الرفيعي المستوى، أي أن إدراج الشركات للتداول العام هو شكل من أشكال الإعلان المجاني للشركات.

\* تتميز بورصات الأوراق المالية العربية بإنخفاض أحجام التداول و نقص سيولة الأسهم و إنتشار ظاهرة الحيازة الطويلة للأوراق المالية و شيوع المستثمرين الفرديين، الأمر الذي يمكن إسناده إلى الإفتقار إلى الثقافة البورصية و التعامل بالأسهم و عليه فإن التعاون بين البورصات العربية يهدف إلى معالجة هذه الظاهرة من خلال وضع بورصات المنطقة في حالة منافسة من أجل زيادة المنتجات الإستثمارية و تنويعها لإجتذاب رؤوس الأموال.

#### ثانياً: الجانب التشريعي

\* ذكرنا سابقاً أن من سمات بورصات الأوراق المالية العربية الحيازة الطويلة للأوراق المالية، هذه الظاهرة لا تنتج عن نقص شفافية الشركات و عدم الإفصاح عن المعلومات المالية على الوجه الكافي

<sup>1</sup> - القدر الكافي من المعلومات الذي يؤدي إلى قرار إستثمار مناسب و مدروس.



فحسب و لكن تنتج أيضا عن الضعف التنظيمي و القيود المفروضة على الإستثمار الأجنبي، لذلك من بين ما يسعى إليه التعاون بين بورصات الأوراق المالية فتح بورصات الأوراق المالية العربية أمام المستثمرين العرب و لما لا رأس المال العالمي بتوفير الضمانات للإستثمار و تحسين الشفافية و تطبيق المعايير الدولية للإفصاح المالي و ذلك من خلال قيام القطاع العام بمجموعة من الإصلاحات المالية. \* تستهدف إتفاقيات إنشاء منطقة التجارة الحرة العربية إزالة الحواجز التعريفية و غير التعريفية أمام التجارة فيما بين بلدان المنطقة في المنتجات الصناعية، ولا يشمل إتفاق إنشاء المنطقة الخدمات المالية أو أسواق المال و عليه لا يحتمل أن تؤثر التغيرات على الأسواق المالية أو التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية بصورة مباشرة، إلا أنه يمكن للتعاون بين البورصات من أن يوفر التمويل اللازم لزيادة النشاط الإقتصادي في البلدان العربية نتيجة تحرير التجارة الإقليمية.

### المطلب الثاني: على المستوى الدولي

من المنظور الدولي هناك نقطتين أساسيتين، أولاهما التعاون بين بورصات الأوراق المالية كنواة للسوق العربية المشتركة و ثانيهما تحرير الخدمات المالية بموجب المنظمة العالمية للتجارة و التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.

#### أولاً: التعاون بين بورصات الأوراق المالية كنواة للسوق العربية المشتركة

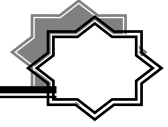
تعتبر السوق المشتركة حلقة هامة في مسيرة الوحدة الإقتصادية، هذه الحلقة "التي لا تتطلب إلغاء القيود التجارية لإنتقال السلع فحسب، بل و القيود المفروضة على حركة عوامل الإنتاج، إن حرية إنتقال السلع و عوامل الإنتاج بين الأطراف المتعاقدة في سوق مشتركة سوف تسهم في التوزيع الأكفأ و الأمتل للموارد و التوازن بين قيمة عوامل الإنتاج"<sup>1</sup>.

أي إضافة إلى حرية إنتقال السلع و العمالة، فإن السوق المشتركة تسمح بحصول جميع المشروعات في الدول المتعاقدة على الإئتمان بشروط متساوية، و أن ينتقل رأس المال لأغراض التمويل و الإستثمار إلى الأقاليم التي يكون فيها العائد أعلى من غيرها، أي أنه لا وجود للسوق المشتركة بوجود تكامل بين أسواق السلع و العمالة و غيابها بين أسواق رؤوس الأموال.

ومن هذا المنطلق يهدف التعاون بين بورصات الأوراق المالية إلى تعزيز التكامل المالي بين الدول العربية، التكامل المالي الذي يعد عملاً تكميليًا مهماً لتكامل أسواق السلع و العمالة "و بما أن

<sup>1</sup> - سليمان المنذري الفرص الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية مرجع سبق ذكره ص 136.



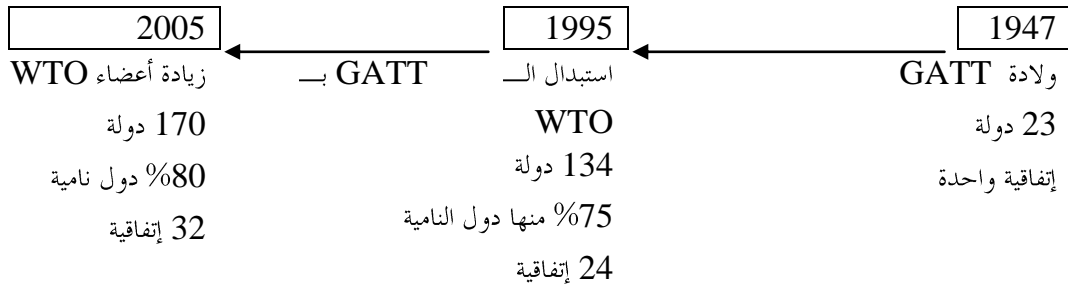


السوق المالية الإقليمية ماهي إلا جزء من البناء الفوقي للإقتصاد توفر عادة السيولة اللازمة للتبادل التجاري و العلاقات الإقتصادية بين الأقطار العربية و ما يمكن أن نطلق عليه إسم البناء التحتي، الذي يحدد بدوره شكل و درجة نمو البناء الفوقي، فإن مستوى تطور التجارة بين الدول العربية ومدى التنسيق بين خططها للإئتماء الإقتصادي يحددان إلى درجة كبيرة مدى نجاح الجهود الهادفة إلى تعزيز التكامل بين الأسواق المالية العربية<sup>1</sup>

ثانيا: تحرير الخدمات المالية بموجب المنظمة العالمية للتجارة و التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

ولدت منظمة التجارة العالمية في أفييل عام 1995، لتكون بديلا عن الـ GATT. نختصر مراحل الانتقال و تكوين هذه المنظمة من خلال الشكل رقم (4-1).  
تعتبر منظمة التجارة العالمية الإطار المؤسس التشريعي لقواعد التبادل بين أعضائها في جميع المجالات التجارية، سواء كان ذلك في تجارة السلع من زراعية وصناعية وتمثلها الإتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة GATT<sup>2</sup> و تجارة الخدمات من أساسية وفرعية ممثلة بالإتفاقية العامة للتجارة والخدمات GATS<sup>3</sup> و تجارة الأفكار الخاصة بحقوق الملكية الفكرية من أدبية وفنية وتقنية وتمثلها TRIPS<sup>4</sup>.

شكل (4-1): مراحل تكوين منظمة التجارة العالمية



المصدر: عبدا لعزي سليمان اليوسفي مستقبل ممارسة مهنة الهندسة في عصر العولمة من الموقع الإلكتروني:

<http://www.alyousefi.com/article/engineering%20and%20globalization.doc>

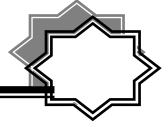
لو حظ يوم: 2007/02/02.

<sup>1</sup> - شذا جمال خطيب العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال مرجع سبق ذكره ص 160.

<sup>2</sup> - General Agreement of Tariffs and Trade.

<sup>3</sup> - General Agreement of Trade and Services.

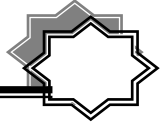
<sup>4</sup> - General Agreement on Trade-Related Aspects of Intellectual Property.



تتألف المنظمة من 24 إتفاقية متعددة الأطراف إتزم كل الأعضاء بـ 17 منها بينما إتزم بعض الأعضاء بالسبع الأخرى. في هذه النقطة نركز على إتفاقية الخدمات (GATS) التي تشمل أسس التحرير التدريجي لخدمات موزعة على 12 قطاعا رئيسيا و155 خدمة فرعية. و في ملحقها المتعلق بالخدمات المالية تشمل (GATS) عدة أنواع من الخدمات المالية، تشمل كافة الأنشطة العاملة في الأسواق المالية ذات الطابع التجاري القابلة للتداول، و التي لا تدخل ضمن وظائف الدولة الرئيسية، حيث يستبعد الإتفاق كافة نشاطات المصارف المركزية أو السلطات النقدية، و كذلك نشاطات صناديق الضمان الإجتماعي و صناديق التقاعد العامة، و أية نشاطات أخرى تقوم بها أي مؤسسة عامة لحساب الحكومة أو بكفالتها أو بإستخدام الموارد المالية الحكومية، و من الخدمات المالية التي تضمنها الإتفاق ما يلي<sup>1</sup>:

- الخدمات المصرفية: الإقراض بأنواعه بما فيه الإستهلاكي و الإقراض مقابل رهون و غيره.
  - جميع الخدمات المدفوعة و التمويل النقدي بما فيها بطاقات الإئتمان و الدفع و الخصم و الشيكات السياحية و الأوامر المصرفية، هذا إضافة إلى المتاجرة للذات، و لحساب العملاء في البورصة، و في كافة أدوات السوق المالية و أدوات سوق الصرف و سعر الفائدة، و كذلك خدمات المقاصة و التسوية للموجودات المالية.
  - الأوراق المالية القابلة للتداول، و الأصول بما فيها السبائك، و المشاركة في إصدار مختلف أنواع السندات، و إدارة الأصول كالنقد و محافظ الأوراق المالية، و صناديق الإستثمار الجماعي.
  - كافة أنشطة التأمين المباشر بأنواعه، و إعادة التأمين و الوساطة في التأمين كالسمسرة و الوكالة و الخدمات المساعدة الإستشارية.
  - خدمات البحوث و الإستشارات المتعلقة بالإستثمار و تقديم المشورة بخصوص عمليات الشركات و إعادة هيكلتها و صياغة إستراتيجيتها.
- كما تضمن الإتفاق محورا هاما تجسد في الإفصاح المالي و شفافيته، حيث أشار في المادة الثالثة منه على ضرورة تبادل الدول الأطراف لكافة المعلومات، و الإجراءات التطبيقية و القوانين و التشريعات، و مبادئ الرقابة و التوجهات الإدارية المتعلقة بالخدمات المالية ذات التأثير المباشر أو غير المباشر على تجارتها و ذلك بشكل فوري.

<sup>1</sup> - شذا جمال خطيب العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال مرجع سبق ذكره ص 24.



و من حيث تعامل الدول العربية مع الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات فهناك مجموعة من الدول التي لم تقدم إلتزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواقها المالية كالأردن، السعودية و عمان، و مجموعة أخرى من الدول قامت بتقديم إلتزامات محددة و تشمل هذه المجموعة كل من البحرين، مصر، الكويت، قطر، تونس، الإمارات، المغرب (أنظر الملحق رقم : جداول إلتزامات الدول العربية بموجب الإتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات).

و في ضوء الإلتزامات المحددة التي تقدمت بها بعض الدول العربية، فإن الآثار المترتبة عن تلك الإلتزامات تختلف باختلاف ظروف الدولة التي تقدمت بتلك الإلتزامات، و هي متباينة بين آثار إيجابية و أخرى سلبية.

فالمكاسب سوف تتحقق من الإستغلال الأمثل للموارد المالية و زيادة الكفاءة الإنتاجية و التوزيعية و ذلك من خلال ترشيد توزيع هذه الموارد التي تمتلكها الدولة، دون إهمال المكاسب التي تنتج عن زيادة المنافسة ، و التقدم التكنولوجي، و الأثر الإيجابي لزيادة الإنتاجية على معدلات الإدخار و الإستثمار، و ما يترتب على ذلك من آثار إيجابية على تجارة الخدمات المالية.

و في مقابل الإيجابيات التي سيوفرها إتفاق تجارة الخدمات (GATS) وملحقه الخاص بالخدمات المالية، فإنه من المتوقع أن تبرز بعض الآثار السلبية و التحديات على الساحة العربية جراء تطبيق هذا الإتفاق، و من هذه السلبيات<sup>1</sup>:- التأثير على السياسات النقدية المحلية.

- مجابهة التكتلات المالية العالمية.

الأثر الأول ينجم عن كون السياسات الإئتمانية و الإستثمارية للشركات الأجنبية العاملة في الأسواق العربية في محيط متحرر من القيود المالية، هي من صنع المؤسسات المصرفية و المالية الأم و التي تقوم برسم السياسات العامة وفق أهداف دولها و ليس وفق أهداف الدول المضيفة. و من جهة أخرى تمت في الأسواق الدولية العديد من عمليات التكتل و الإندماج، و تم ظهور وحدات مالية عملاقة في الحين الذي تتميز فيه الأسواق العربية بالضعف و صغر الحجم، الأمر الذي يحد من قدرتها التنافسية و يجعلها أكثر عرضة لتقلبات الأسواق و الأزمات.

و تعتبر الإستفادة من المكاسب الإيجابية على أحسن وجه، و الحد قدر ما يمكن من الآثار السلبية لإتفاق تجارة الخدمات (GATS) وملحقه الخاص بالخدمات المالية، هي من الأهداف الرئيسية لتعزيز التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية و تدعيمه ليصل إلى مرحلة التكامل حتى يمكن سد ما

<sup>1</sup> - شذا جمال خطيب العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال مرجع سبق ذكره ص 133.



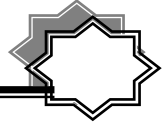
يمكن سده من ثغرات يمكن للدول الأجنبية الدخول منها للأسواق العربية، و مثال ذلك " الشركات الكبرى التي تحتاج إلى رؤوس أموال لا يمكن لدولة عربية بمفردها توفيرها كشرركات المقاصة و التسوية و الحفظ التي تعمل على المستوى القومي و شركات الترويج و ضمان تغطية الإكتتاب و شركات التأمين ضد مخاطر الأسواق و شركات رأس المال المخاطر و غيرها من الشركات العاملة في سوق رأس المال"<sup>1</sup>

لأنه وحتى الدول العربية التي لديها بورصات للأوراق المالية و لم تتقدم بالالتزامات في إطار الإتفاقية مثل السوق السعودية لتداول الأسهم، قد تتأثر سلبيا نتيجة إنضمام الدول العربية الأخرى إلى هذه الإتفاقية و تقديمها إلتزامات محددة بشأن بورصات الأوراق المالية القائمة فيها، وذلك يمكن أن يكون بطريقة غير مباشرة من خلال العوامل التالية:

- لن تحصل شركات هذه المجموعة على المزايا التي تحصل عليها الشركات الأجنبية في أسواق الدول العربية الأعضاء في (GATS)، و سيضعف هذا الوضع بدوره الموقف التنافسي لشركات دول هذه المجموعة إذا ما رغبت الدخول لأسواق الدول العربية الأعضاء في (GATS) و لن يتم تجاوز ذلك إلا بإنضمام دول هذه المجموعة إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات أو بدخولها في إطار إتفاق تكاملي مع الدول العربية الأعضاء في (GATS) حتى تتمكن من الحصول على معاملة ماثلة لتلك التي تحصل عليها الشركات الأجنبية.

- ستواجه بورصات الأوراق المالية في دول هذه المجموعة منافسة قوية من قبل بورصات الأوراق المالية للدول العربية المجاورة لها، مما يجبر دول هذه المجموعة على تقديم تسهيلات و تنازلات لا تقل عن تلك التي قدمتها الدول العربية المنضمة إلى (GATS).

<sup>1</sup> محمود نحمده علي إبراهيم التكامل الإقتصادي بين الدول العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر مرجع سبق ذكره ص



### المبحث الثاني: التجارب العربية في التعاون بين بورصات الأوراق المالية

لقد خطت الدول العربية خطوات جادة في سبيل تطوير أسواق الأوراق المالية بها، عليها تواكب التطورات الاقتصادية العالمية و النظم المتبعة في نظيراتها بالدول المتطورة، ومن هذه التوجهات تأسيس إتحاد الأسواق المالية العربية و عقد عدة إتفاقيات بين هذه الأسواق، وهو ما سنتعرض إليه من خلال هذا المبحث.

### المطلب الأول: إتحاد أسواق المال العربية

إتحاد أسواق المال العربية (إتحاد البورصات العربية سابقا) المنبثق عن جامعة الدول العربية، والذي إتخذ من بيروت مقرا له، حيث تم الإفتتاح في ١٩٩٤ جانفي ١٩٩٤، من أحد الجهود التي بذلتها الدول العربية لتحقيق التعاون فيما بينها، والجدير بالذكر أن نظام التأسيس حدد بيروت مقرا للإتحاد، ولكن الظروف الأليمة التي عصفت ببلدان حالت دون ذلك، مما اضطر الإتحاد لإتخاذ القاهرة مقرا له منذ العام ٢٠٠٤. وفي ما يلي إضاءة على مراحل تأسيس الإتحاد إنطلاقا من توصية صادق عليها المجلس الإقتصادي العربي في العام ٢٠٠٤، إضافة إلى مهام الإتحاد و دوره في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.

### أولاً: نشأة الإتحاد

نشأ إتحاد البورصات العربية بتوصية من مؤتمر محافظي البنوك المركزية العربية، صادق عليها المجلس الإقتصادي العربي في سبتمبر ٢٠٠٤. وقامت الأمانة العامة لجامعة الدول العربية في العام ٢٠٠٤، بتوجيه الدعوة إلى رؤساء البورصات العربية التي كانت موجودة في تلك الفترة، للنظر في إنشاء إتحاد بينهم، بهدف تنسيق الجهود في إطار القوانين والأنظمة المعمول بها في هذا المجال، وتذليل الصعوبات التي تعترض الإستثمار العربي وتوسيع قاعدته، وتنويع أدواته وتشجيع إدراج وتبادل الأوراق المالية

بين البورصات العربية الأعضاء في الإتحاد.

وقد عقد أول إجتماع لمجلس الإتحاد في تونس في جانفي ٢٠٠٤، حيث تم إعتقاد النظام

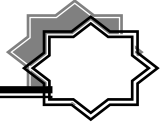
الأساسي

وخطة عمل الأمانة العامة التي شكلت لتنفيذ قرارات المجلس.



## الفصل الرابع: أهداف التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق

### المالية و آليات تجسيده.



العربية والتي ستقوم بتزويد المتعاملين في البورصات العربية بالمعلومات الحية المباشرة وبالمعلومات التاريخية حول أسهم الشركات المسجلة فيها كافة، و تأسيس المؤسسة العربية للتقاص، بحيث أقر مجلس النواب اللبناني (باعتبار مقر الإتحاد في بيروت) بتاريخ ١٥/١٠/٢٠٠٦ القانون رقم ١٥٠٠ الذي نص على إنشاء هذه المؤسسة، بمبادرة كل من:<sup>1</sup>

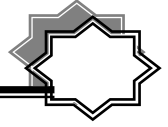
- بورصة بيروت.
  - شركة ميدكبير.<sup>2</sup>
  - إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية.
  - سوق الكويت للأوراق المالية.
  - شركة مصر للمقاصة و التسوية والحفظ المركزي.
  - الشركة الكويتية للمقاصة.
- تكون الشركة بمثابة غرفة مقاصة مركزية عربية تتولى القيام بالمهام والعمليات الآتية<sup>3</sup>:
- عمليات التقاص بين الأسواق المالية العربية.
  - عمليات التحويل والتسوية النقدية.
  - فتح الحسابات بغرض الاستثمار في الصكوك والأدوات المالية المختلفة.
  - تقبل إيداعات الصكوك والأدوات المالية المختلفة المدرجة في الأسواق العربية.
  - دعم إنشاء غرف للتقاص في الأسواق العربية وتطوير القائم منها.
  - تنظيم عمليات إصدار الصكوك والأدوات المالية المختلفة وترويجها والاكتتاب فيها.
  - تمثيل هيئات التقاص العربية في تعاملها مع هيئات التقاص الدولية.
  - التنسيق بين هيئات التقاص العربية بما يساعدها على تأدية عملها محليا وخارجيا.
  - المساعدة على قبول الإصدارات التي تتم بين الأسواق المالية العربية وإدارة العمليات الناتجة عنها والمساهمة في أية شركة أو مؤسسة تقوم بمهام مشابهة لمهامها.
  - عمليات إقراض الصكوك والأدوات المالية.

<sup>1</sup> - المادة 06 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26 و المستخرج من الموقع الإلكتروني :



<http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp> لوظف يوم: 2006/06/02.

<sup>2</sup> - مركز حفظ و مقاصة الأوراق المالية للبنان و الشرق الأوسط، هي شركة مساهمة لبنانية، يساهم مصرف لبنان في رأس مالها، تأسست في بيروت عام 1994، و تقوم بدور الوديع المركزي للصكوك المالية و القيم لديه أو المتداولة في الأسواق المالية المنظمة في لبنان.

<sup>3</sup> - المادة رقم 02 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26.





- العمليات الائتمانية بصفة مؤتمن لصالح مساهميهها وفقا للقواعد والأسس المحددة في القوانين المرعية. تهدف المؤسسة بشكل رئيسي إلى تسهيل إنسياب رؤوس الأموال العربية بين الأسواق المالية، وزيادة فعالية وسرعة إجراءات التقاص، وضمان تسوية حقوق المتعاملين في هذه الأسواق. وقد وافق العديد من البورصات الأعضاء على الإنضمام إليها، "وحدد القانون رأسمال الشركة بما لا يقل عن خمسة ملايين دولار أميركي أو ما يعادل هذا المبلغ بالنقد الأجنبي"<sup>1</sup>.

ويضم الإتحاد  حوالي عضوا عاملا من البورصات وهيئات أسواق المال العربية وأكثر من  عضوا منتسبا من شركات وساطة وشركات تقاص ومؤسسات مالية من مختلف الدول العربية.

### ثالثا: دور الإتحاد في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

يعمل إتحاد أسواق المال على رفع مستوى التواصل بين البورصات العربية على الصعيدين التقني والتشريعي، و في هذا الصدد يمكن تقسيم دور الإتحاد في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية إلى مرحلتين:<sup>2</sup>

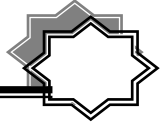
#### 1- المرحلة الأولى:

إمتدت هذه المرحلة منذ عام  و حتى عام ، و تركزت الجهود خلالها على تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات العربية بين بورصات الأوراق المالية الأعضاء. إلا أن الدراسات الفنية و القانونية، التي أعدتها الأمانة العامة للإتحاد بخصوص تبادل الأوراق المالية، قد أثبتت صعوبة تبادل التسجيل نظرا لإختلاف شروط الإدراج، و غياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على بورصة الأوراق المالية و المكملة لدور سوق رأس المال كمؤسسات التقاص و شركات الوساطة، و إختلاف مراحل التطور بين الأسواق المختلفة. وكذلك إختلاف القوانين المنظمة للإستثمار بين تلك الدول، و إقتصار حق تملك الأسهم على مواطني الدولة، فضلا عن شرط حصول الترخيص لغير المواطنين للتملك في حدود المسموح به من أسهم الشركات الوطنية، و القيود القانونية للتعامل بالأسهم، و إختلاف قوانين تنظيم الشركات و أسواق المال و الضرائب على أرباح القيم المنقولة أو الرقابة على الصرف مما يؤثر تأثيرا مباشرا على تبادل الأوراق المالية بين مختلف البورصات العربية.

<sup>1</sup> - المادة رقم 03 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26.

<sup>2</sup> - شذا جمال خطيب العوملة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال مرجع سبق ذكره ص 99.





و في ضوء هذه العقبات، و التي و قفت حائلا أمام تبادل قيد أسهم الشركات العربية بين البورصات أعضاء الإتحاد، و تجاوزا لمشاكل الإدراج بين البورصات، و حفاظا على إستقلالية كل بورصة في وضع قوانينها و أنظمتها، قدمت الأمانة العامة للإتحاد دراسة مقارنة بين شروط الإدراج في البورصات العربية لمحاولة إيجاد نقاط تقارب فيما بين هذه الشروط. و إستنادا لذلك تم وضع شروط عامة لإدراج الشركات في أكثر من سوق، إلا أن مسئولي البورصات رأوا الإبقاء على الشروط المستقلة لكل بورصة و تعميم الدراسة على الأسواق المالية العربية لتتطلع عليها الشركات الراغبة في إدراج أسهمها.

#### 2- المرحلة الثانية:

بذلت جهود كثيرة و متنوعة لإنتهاج آلية جديدة يتسنى من خلالها للمستثمر العربي أن يمتلك و يتداول الأوراق المالية الصادرة و المسجلة في أي بورصة عربية أخرى بأقل جهد و تكلفة. و ما يميز هذه المرحلة أنها شهدت أول تجربة للربط بين بورصات الأوراق المالية العربية.

#### المطلب الثاني: إتفاقيات الربط بين البورصات العربية

من المبادرات التي إتخذتها بعض الدول العربية لتحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية فيها الإتفاقيات الثنائية و الثلاثية التي نشير إليها فيما يلي:

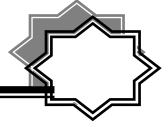
#### أولا: الإتفاق الثلاثي بين مصر و الكويت و لبنان

بفضل الجهود التي بذلها إتحاد البورصات العربية كانت أول تجربة للربط بين البورصات العربية هي إتفاقية التعاون الثنائي بين بورصة الكويت و مصر في أبريل ٢٠٠٤، ثم إنضمت إليها بورصة بيروت في سبتمبر من نفس العام.

و حرصا على وضع إتفاقية التعاون الثلاثي موضع التنفيذ تم تشكيل لجنة مشتركة تضم ممثلين لأطراف الإتفاقية و إتحاد البورصات و هيئات أسواق المال العربية تكون مكلفة بوضع القواعد التنفيذية اللازمة لتحقيق أهداف الإتفاقية.

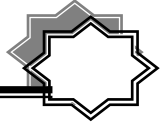
و قد إجتمعت اللجنة خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٥/٢٠٠٦ و قامت بمتابعة أعمالها وفقا للبرنامج التالي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد السوق العربية المشتركة، الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة مرجع سبق ذكره ص 243.



- توقيع إتفاقيات التعاون بين شركات التقاص في الأسواق الثلاث: ميد كلير في لبنان، و الشركة الكويتية للمقاصة و شركة مصر للمقاصة بتاريخ ٢٠٠٤/١٠/٢٠ في القاهرة، و التي تنص على أن تتولى جهات التقاص كل في نطاق إختصاصه لتسوية الإلتزامات الناشئة عن المعاملات التي تتم على الأوراق المالية المتداولة في كل من سوق الكويت للأوراق المالية و البورصات التي تشرف عليها الهيئة العامة لسوق المال بمصر و بورصة بيروت، كما توضح الإتفاقية القواعد و الأسس التي تنظم التعاون بين جهات التقاص، ثم تلى توقيع إتفاقية التقاص إجتماع في بيروت بين المسؤولين التنفيذيين لشركات التقاص الثلاث في شهر نوفمبر من عام ٢٠٠٤ بهدف وضع الإجراءات و القواعد التنفيذية لعمليات التقاص ( الدفع و التسليم و التحويل) و ذلك وفقا للآلية التي تم الإتفاق عليها.
- تم الإتفاق خلال إجتماع مسؤولي شركات التقاص على أن تحدد العمولة للتعامل بين الوسطاء عبر الأسواق الثلاث إستثناء عن التعاملات المحلية، حتى تكون عاملا مشجعا للوسطاء في خلق التدفقات الإستثمارية بين الأسواق الثلاث و تقديم المزيد من الخدمات للمستثمرين و الوفاء بمتطلباتهم، حيث يجب أن يتم إقتسامها بين الوسطاء أطراف الصفقة.
- توقيع إتفاقية التعاون بين الوسطاء، حيث تم إجتماع هؤلاء الوسطاء المعتمدين في الأسواق الثلاث، من قبل شركات التقاص و ذلك لشرح دورة التعامل التي تم الإتفاق عليها للتنفيذ في الموعد المحدد من قبل المسؤولين في الأسواق الثلاث بتاريخ ٢٠٠٤/١٠/٢٠ وكذلك لتحديد الإلتزامات المطلوبة منهم و علاقتهم مع بعضهم البعض و مع شركات التقاص المعنية بهذا المشروع و لتحديد وكلائهم من كل بلد بعد توقيع إتفاقية التعاون بين الوسطاء.
- "دخلت الإتفاقية الثلاثية للتعاون بين بورصات الأوراق المالية في مصر و الكويت و لبنان حيز التنفيذ الفعلي في جانفي ٢٠٠٤، و قد شهدت الأشهر الخمسة التي تلت توقيع الإتفاقية إقبالا من المستثمرين يدعو للتفاؤل، إلا أنه بقي دون مستوى التوقعات حيث أن قيمة الصفقات التي تم إبرامها حتى شهر ماي ٢٠٠٤ لم تتجاوز ١٠٠ مليون جنيه مصري، و هذا الرقم لا يتناسب و إمكانيات البورصات الأطراف في الإتفاقية، التي بلغت القيمة الرأسمالية لها مجتمعة نحو ١٠٠ مليار دولار"<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - شذا جمال خطيب العولة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال مرجع سبق ذكره ص 103.



"بعد خمس سنوات من بداية تطبيق إتفاقية الربط الثلاثي خضعت التجربة للتقييم والمتابعة لمعرفة أسباب تدي نتائجها في التطبيق وحسب معلومات الشركة الكويتية للمقاصة بلغ إجمالي قيمة الأسهم المتداولة بالجنه المصري للفترة من العام 1997 حتى 10/3/2003 مبلغا قدره 75 مليارا و 242/470 مليون وبلغ عدد الصفقات للفترة ذاتها 653 صفقة أما الصفقات التي تمت بالدولار الأمريكي فقد بلغت 20 صفقة لنفس الفترة وبلغت قيمتها 320.89 ألف دولار"<sup>1</sup>.

أما الآثار التي نجمت عن الإتفاقية فيمكن إيجازها في ما يلي:

- \* توسيع القاعدة الإستثمارية للبورصات التي تم ربطها.
- \* تحرير حركة إنتقال رؤوس الأموال بين الأسواق الثلاثة، و تشجيع الإستثمار المشترك.
- \* تطوير العمل بتلك البورصات من خلال تبادل الخبرات الفنية و إستخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة.

\* توسيع و تنوع قاعدة الأدوات الإستثمارية المتاحة أمام المستثمرين و إمكانية تطوير المزيد منها بما يتناسب و إحتياجات المستثمرين.

\* أوجدت الإتفاقية تعاونا حقيقيا و فعالا بين شركات الوساطة العربية العاملة في البورصات الثلاث. \* ساهمت في تطوير مهنة الوساطة حتى تتمكن من تلبية إحتياجات المستثمرين في الأسواق الأخرى، و توفير المعلومات عن الشركات التي يرغب عملائهم في شراء أسهمها، حيث توجد فروع لشركات وساطة كويتية في البورصة المصرية و البورصة اللبنانية.

\* وفرت الإتفاقية مجال للمستثمرين في هذه البورصات للإختيار بين الفرص الإستثمارية المتاحة مع ضمان حرية تحويل أموالهم بين البورصات الثلاث، و ضمان تسوية حقوقهم و إلتزامهم من خلال شركات المقاصة في الدول الثلاث دون حاجة للإنتقال إلى الدول الأخرى.

\* كما فتحت الإتفاقية المجال أمام القطاع الخاص في هذه الدول للقيام بدور أكبر في تمويل التنمية الإقتصادية فيها من خلال تكوين شركات مشتركة برؤوس أموال ضخمة تطرح أسهمها في البورصات الثلاث.

ثانيا: إتفاقيات تبادل الإدراج

<sup>1</sup> - جريدة الأهرام الإقتصادي العدد 126 بتاريخ 2004/02/09 من الموقع الإلكتروني: <http://ik.ahram.org.eg/ik/ahram/2004/2/9/barid0.htm> لوظظ يوم: 2006/10/06.



إلى جانب الإتفاقية الثلاثية للتعاون بين بورصات الأوراق المالية في مصر و الكويت و لبنان ، وجدت إتفاقيات لتبادل الإدراج بين الأردن و البحرين و عمان، و" في عام ٢٠٠٥ و وقعت الكويت و البحرين إتفاقا ثنائيا بإنشاء نظام تسويات مشترك لتيسير المعاملات و خفض تكاليف الإستثمار، و هو يماثل الإتفاق الذي وقعته الكويت و لبنان مع مصر"<sup>1</sup> ، هذا و تتجه البورصات العربية التي توجد بها قيود على مشاركة المستثمرين الأجانب إلى زيادة الإنفتاح، مثل ما تلجأ إليه بعض الدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي بإزالة القيود على أسهم رأس المال التي يمتلكها مواطنوا دول المجلس و ذلك في سبيل إقامة السوق الخليجية الموحدة. كما تتفاوض دول المجلس الستة بشأن تشكيل إطار متعدد الأطراف لبورصات الأوراق المالية بها، من خلال توحيد التشريعات و أطر الشركات و ترتيبات التسوية و الإيداع و التحويلات فيما بين دول المجلس.

### المطلب الثالث: البورصة العربية الموحدة

ونظرا للصعوبات التي واجهت تطبيق تلك الإتفاقيات، وحرصا من الإتحاد على مواكبة التطورات والمستجدات في مجال الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية، ودعم أوامر التعاون بينها، وانفتاحها على بعضها البعض بإستخدام وسائل الإتصال الحديثة، تمهيدا لقيام تكتل مالي عربي في هذا المجال، أسوة بالتكتلات المالية الإقليمية والدولية، فقد سعى لإنشاء عدة مشاريع على المستوى القومي تكون بمثابة الركائز الأولية التي يعتمد عليها في فتح بورصات الأوراق المالية العربية على بعضها البعض، كما ستساهم في تذليل الصعوبات التي حالت دون إنتقال رؤوس الأموال بينها في الماضي ومن هذه المشاريع: المؤسسة العربية للتقاص ، الشبكة العربية للأسواق المالية و البورصة العربية الموحدة، هذه الأخير التي تناولها من خلال هذا المطلب.

### أولا: أهداف البورصة العربية الموحدة

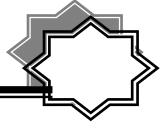
وافق مجلس الإتحاد على الدراسة التي أعدتها الأمانة العامة بشأن إنشاء بورصة عربية لتداول الأسهم النشطة في بورصات الأوراق المالية العربية لتكون نواة لقيام تجمع مالي عربي يساعد في تحقيق<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - اللجنة الاقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا إستجابة للعلمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا مرجع سبق ذكره ص 10.

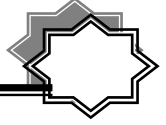
<sup>2</sup> - صعفر عبد الله الركبي مشروع البورصة العربية في الملتقى السادس لمجتمع الأعمال العربي دمشق 27 - 29 أبريل 2002 من الموقع الإلكتروني: <http://fab-jo.org/doc.6/9.doc> لوحظ يوم: 2006/03/25.

## الفصل الرابع: أهداف التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق

### المالية و آليات تجسيده.



- إقامة كيان مالي في المنطقة العربية، يكون قادرا على منافسة الكيانات الإقليمية الأخرى وعلى اجتذاب رؤوس الأموال العربية والأجنبية المستثمرة في الأسواق العالمية .
- التغلب على الصعوبات التي واجهت الإتحاد في الماضي، عند بحثه توحيد التشريعات والأنظمة المستخدمة في البورصات العربية لتبادل إدراج الأسهم بينها.
- الاستفادة من وسائل الإتصال الحديثة، خاصة في مجال الربط بين بورصات الأوراق المالية، لتطوير البورصات العربية بما يتلاءم مع مقتضيات العصر.
- إيجاد القناة المناسبة لفتح بورصات الأوراق المالية العربية على بعضها البعض أمام المستثمر العربي والأجنبي، لتكون نواة لقيام تكتل مالي عربي، يواجه التكتلات الإقليمية والدولية المماثلة.
- تنشيط وتطوير المؤسسات العاملة في الأسواق المالية العربية، وإيجاد التعاون بينها، بما يساعد على سهولة إنتقال رؤوس الأموال العربية بين الدول العربية بلا حواجز أو قيود.
- وقد نصت المادة الثالثة من قرار مجلس إتحاد أسواق المال العربية والخاص بتحديد أهداف السوق العربية للأوراق المالية على النحو التالي:
- 1 توسيع قاعدة التعامل في أسهم الشركات العربية عن طريق التعريف بها ونشر المعلومات اللازمة عنها وتسهيل تداولها.
  - 2 تحقيق التنسيق والتعامل بين الأنشطة المالية و الإقتصادية وحركة رؤوس الأموال العربية.
  - 3 تشجيع وتنمية الوعي الإستثماري العربي وتهيئة السبل أمام الإستثمار في الأوراق المالية العربية.
  - 4 توطين الإستثمارات العربية والاستفادة منها فيما يعود بالنفع عليها وعلى مواطني الدول العربية.
  - 5 حماية و ضمان سلامة المعاملات التي تتم على أسهم الشركات المدرجة.
  - 6 تشجيع مواطني الدول العربية ومواطني الدول الأخرى على الإستثمار في أسهم الشركات العربية.
  - 7 توفير ونشر البيانات الدورية والسنوية التي تصدرها الشركات التي يتم إدراجها.
  - 8 تنمية وتطوير الدور الذي يقوم به وسطاء الأوراق المالية على المستوى العربي و الإرتقاء به إلى المستويات العالمية.
  - 9 إيجاد قنوات جديدة للتعامل في أسهم الشركات العربية من خلال وسطاء الأوراق المالية الذين يتم اعتمادهم.
  - 10- جذب الإستثمارات المالية العربية وغير العربية وفتح المجال أمامها للإستثمار في الأوراق المالية العربية.



11 - التعاون وتنمية الإتصالات مع بورصات وأسواق المال العربية والعالم.

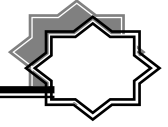
ثانيا: إدارة البورصة و آلية عملها

كما نص قرار مجلس إتحاد أسواق المال العربية على تفاصيل إدارة هذه البورصة وآلية العمل فيها وشكل لذلك لجنة عليا تتولى الإشراف والرقابة على أعمالها والتأكد من أنها تدار لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها. ويدير البورصة مجلس إدارة يشكل كل سنتين من الأمين العام للإتحاد وأربعة أعضاء يختارهم ممثلو البورصات والأسواق الموقعة على إتفاقية تأسيس البورصة. وفوض القرار مجلس الإدارة الإختصاصات والصلاحيات اللازمة لإدارة السوق وعلى وجه الخصوص:

- 1- شروط إدراج الشركات وتحديد رسوم الإدراج.
- 2- وضع شروط قيد الوسطاء الذين يجوز لهم مزاولة أعمال الوساطة وتحديد رسوم القيد وعمولة التداول.
- 3- وضع القواعد التنظيمية للتعامل في أسهم الشركات المدرجة وكيفية الرقابة عليها.
- 4- تحديد قواعد وإجراءات التسوية والتقاص ونقل الملكية.
- 5- تحديد الإجراءات التي تتبع عند حدوث ظروف إستثنائية تهدد حسن سير العمل في السوق. كما تضمن القرار أحكاما تتعلق بقيد الأوراق المالية في السوق وكذلك قيد الوسطاء وتداول الأوراق المالية، وميزانية السوق العربية وإيراداتها، كما خصص مادة لتسوية المنازعات والتحكيم. ولا شك أن قيام الإتحاد بتنفيذ هذا المشروع سيعد خطوة هامة على المستوى القومي، لأنه سيساهم في قيام علاقات مالية، وإرتباطات تعاقدية بين الكثير من المؤسسات المالية العربية، فضلا عن المتعاملين والمستثمرين في بورصات الأوراق المالية العربية، مما يساهم في إيجاد النواة الأولى لقيام السوق المالية العربية .

وقد جاءت هذه المشاريع إنسجاما مع القرارات الإقتصادية التي إتخذها مؤتمر القمة العربية الذي عقد في عمان في مارس 2001 والتي كان من بينها:

" الإسراع في تنسيق قواعد تنظيم عمليات الإدراج المشترك والتسوية والمقاصة من خلال إتفاقيات تعاون بين الأسواق المالية العربية، وتبادل المعلومات في الأسواق المالية للدول العربية بما يساعد على رفع كفاءتها "



ومن الجدير بالذكر أن هذه هي المرة الأولى التي يتخذ فيها مؤتمر القمة العربي قرارا بهذا الشأن، وبهذا الشكل من التحديد والوضوح مما ألقى على عاتق الإتحاد القيام بمسئولية قومية كبيرة في هذا المجال. والإتحاد لا يدخر وسعا في القيام بهذا الدور، وفي مد العون إلى كافة المؤسسات الاقتصادية العربية التي تعمل على المستوى القومي، وفي مقدمتها إتحاد رجال الأعمال العرب لكي يكون هناك تعاون وثيق من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية المشتركة على المستوى القومي و تعزيز الدور التمويلي للبورصات العربية في التنمية الاقتصادية، والمساهمة في قيام نهضة اقتصادية عربية مشتركة.

### المبحث الثالث: معوقات التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

هناك العديد من المحددات التي حالت دون تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية أو تجسيد أي شكل من أشكال الربط فيما بينها، و إذا إستثنينا ضعف الإرادة السياسية، فإن المحددات تعزى إلى ثلاثة رئيسية<sup>1</sup>: - المحددات الإدارية و التشريعية.

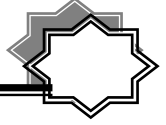
- المحددات النقدية و المالية.

- المحددات البنوية.

### المطلب الأول: المحددات الإدارية و التشريعية

بهدف حماية المدخرات الوطنية من التسرب إلى الخارج، و الحيلولة دون سيطرة الأجانب على المشروعات الوطنية، و كذا تنظيم عمليات التداول و حماية المستثمرين من محاولات الغش و التلاعب، ودعم الثقة في السوق؛ تلجأ كثيرا من الدول إلى وضع في تشريعاتها و نظمها الإدارية و التنظيمية شروطا تتعلق بالترخيص لإدراج الأوراق المالية الأجنبية و شروط تملك و حيازة غير المقيمين لأوراق الشركات الوطنية. ومن الملاحظ أن القيود التشريعية و الإدارية في الأحكام و القواعد التي تنظم التعامل في بورصات الأوراق المالية العربية، مازالت تحول دون إيجاد قنوات إتصال بين هذه البورصات، و دون إمكانية تحقيق أي إنفتاح لهذه البورصات على بعضها البعض.

<sup>1</sup> - سليمان المنذري الفرص الضائعة في مسار التكامل الاقتصادي و التنمية العربية مرجع سبق ذكره ص 151.



و لمعالجة الوضع و قبل التفكير في إقامة أي شكل من أشكال التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، يجب البدء في تعديل التشريعات و القوانين و النظم القطرية بما يسمح للشركات و الحكومات و المؤسسات و كذلك السماح للمواطنين العرب بجيازتها تطبيقاً لمبدأ المواطنة الإقتصادية العربية التي نص عليها ميثاق العمل الإقتصادي العربي.

### المطلب الثاني: المهددات النقدية و المالية

و هي القيود التي تتعلق بالرقابة على النقد و أسعار صرف العملات التي تضعها السلطات النقدية، و ذلك بهدف حماية رصيد العملات الأجنبية من التسرب، و الحفاظ على رؤوس الأموال الوطنية التروح إلى الخارج و معالجة الخلل في ميزان المدفوعات، دون إهمال القيود تفرضها السياسة المالية من ضرائب على الدخل و الأرباح.

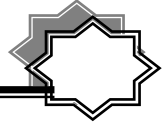
و بسبب الأوضاع الإقتصادية التي تعيشها الدول العربية كتنامي العجز في موازين مدفوعاتها، و تدني نسبة ما لديها من النقد الأجنبي تلجأ هذه الدول و خاصة منها تلك المستوردة لرأس المال إلى فرض القيود على تحويل رؤوس الأموال، بينما تمثل حرية إنتقال رؤوس الأموال إحدى المقومات الأساسية لإيجاد قنوات الإتصال بين البورصات العربية للأوراق المالية.

تخطي هذه العقبة و تعزيز التعاون بين الدول العربية في مجال بورصات الأوراق المالية، لا يتطلب بالضرورة إلغاء قوانين الرقابة المعمول بها في هذه الدول بصفة تامة، و لكن بالإمكان تطبيق المعاملة التفضيلية داخل المجموعة العربية لأنواع معينة أو عمليات محددة من التحويلات الرأسمالية التي تقرها السلطات المختصة في الدول ذات النظم الرقابية، بما يتفق مع سياساتها و مصالحها الإقتصادية، و بما لا يؤدي إلى تسرب رؤوس أموالها إلى الخارج، و في هذا السياق يجب معاملة المستثمرين العرب المعاملة المناسبة لتيسير نشاطهم، و ذلك بالسماح لهم بإدخال رؤوس أموالهم بعملات أجنبية قابلة للتحويل و فتح الحسابات بتلك العملات، كما يسمح بإعادة تحويل هذه الأرصدة مع فوائدها بالعملات الأجنبية، و رغم ما يمكن أن يسببه هذا الإجراء من عدم الإستقرار في أسعار صرف العملات العربية، و إتباع بعض الدول لأكثر من سعر صرف لعملتها، إلا أنه يمكن معالجة هذه الأوضاع من خلال إرساء قواعد التعاون النقدي العربي على أسس سليمة و متدرجة، تنطلق في المرحلة الأولى من إستخدام الدينار العربي الحسابي كوحدة حسابية تستند إلى سلة من العملات العربية، يتم إستخدامه في تقييم أصول المؤسسات المالية و الشركات العربية المشتركة.



## الفصل الرابع: أهداف التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق

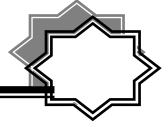
### المالية و آليات تجسيده.



أما فيما يتعلق بالسياسة المالية و ما تفرضه الدول من ضرائب و رسوم على الدخل و أرباح غير المقيمين فيمكن علاج ذلك فيما تعقده الدول من إتفاقات لتفادي الإزدواج الضريبي.

### المطلب الثالث: المحددات البنوية

و هي تتعلق بميكلة بورصات الأوراق المالية العربية و أوجه القصور العديدة التي تعاني منها سواء من ناحية التشريعات و النظم التي تحكم الإصدار و التداول أو من ناحية الخلل المؤسسي و إفتقار هذه البورصات إلى دور الوساطة المتخصصة و مؤسسات التسويق للأوراق المالية و صانعي الأسواق و بيوت المقاصة، أو من ناحية قلة الأدوات المالية الجيدة و الطلب عليها، و هي إعتبرات تحكم طبيعة بورصات الأوراق المالية العربية و تقف حجر عثرة أمام تطور هذه البورصات و إمكانيات إنفتاحها.



### المبحث الرابع: آليات تجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

لضمان تحقيق التعاون و التنسيق بين بورصات الأوراق المالية العربية لابد من اعتماد أسلوب التدرج المرحلي، الأسلوب الذي يتطلب إتخاذ عدد من الإجراءات التنظيمية و التشريعية في كل مرحلة من مراحل هذا التعاون.

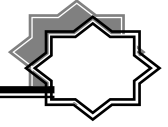
#### المطلب الأول: المرحلة التمهيدية

الخطوة الأولى في مسيرة التعاون المنشود بين بورصات الأوراق المالية العربية، لا تتطلب بالضرورة إتخاذ إجراءات قانونية تمس سيادة الدول، و لا حتى جزء من تلك السيادة و هي مجرد إجراءات تمهيدية و لكنها ضرورية تلتزم بها الدول العربية بإشراف الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية كما يلي<sup>1</sup>:

- توحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في لغة التعامل اليومي في البورصات العربية و اعتماد اللغة العربية أساسا لذلك، من أجل تحقيق الهوية القومية و خلق لغة التفاهم المشترك. و يدعو إتحاد البورصات العربية إلى تشكيل لجنة مشتركة لحصر و تبويب المصطلحات و توحيدها في جميع البورصات القائمة.

- يضع الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية خطة للتعاون بين البورصات الأعضاء تقوم على أساس تبادل التجارب و الخبرات و تنظيم الدورات التدريبية لتعميق المفاهيم و تكوين الكوادر الوطنية الكفؤة التي تناط بها مهام إدارة البورصات.

<sup>1</sup> - سليمان المنذري الفرص الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية مرجع سبق ذكره ص 161.



- التعاون في مجال تقديم المساعدة الفنية و الخبرات القطرية للدول العربية الراغبة في إنشاء نواة لبورصات الأوراق المالية.
- عقد الندوات العلمية المتخصصة و الحلقات الدراسية و النقاشية لبحث المشاكل التي تعاني منها بورصات الأوراق المالية العربية و إيجاد الحلول العملية المناسبة لها.
- تقديم الدعم المادي و المعنوي للإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية و إقامة جهازه الفني و الإداري ليضطلع بالمهام المذكورة أعلاه، و تحقيق الأهداف التي أنشئ من أجلها.
- إرسال البعثات العلمية إلى الخارج للتدريب و الإطلاع على نظم العمل في البورصات العالمية، و تشجيع البحث العلمي في المعاهد و الجامعات العربية في مجال الأسواق المالية و إجراء الدراسات الميدانية لواقع الأسواق القائمة و مشاكلها و بحث سبل تذليلها.

### المطلب الثاني: مرحلة تنسيق التشريعات

المرحلة الثانية في سبيل تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية و تعزيزه، تتطلب توافر الإرادة السياسية و ذلك لكون هذه المرحلة تتعلق بالإجراءات التشريعية لإرساء قواعد التعاون المالي في إطار ربط البورصات العربية بعضها ببعض، و عليه لا بد من القيام بمجموعة من التدابير كما يلي:

\* **المجموعة الأولى:** تعديل و تطوير التشريعات القطرية التي تحكم نظم التعامل في البورصات العربية، من أجل<sup>1</sup>:

- تنظيم الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية العربية و خضوعها لقواعد موحدة.
- تنظيم تبادل هذه الإصدارات و تحديد شروط قيدها في الأسواق الثانوية المنظمة و الأسواق الموازية بما يتفق و السيادة القطرية.
- تحديد الأجهزة الرسمية المختصة بمراقبة الإصدارات التي يمكن تبادلها بين البورصات العربية.
- وضع الحدود الدنيا للبيانات الواجب الحصول عليها دوريا عن الشركات العربية المساهمة التي يجري التعامل بأوراقها في كل البورصات القائمة و تحديد نموذج النشرة الخاصة بإشهار المعلومات لمختلف البورصات العربية.
- تنظيم مهنة الوساطة في الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - سليمان المنذري الفرص الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية مرجع سبق ذكره ص 162 .

## الفصل الرابع: أهداف التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق

### المالية و آليات تجسيده.



ومن أجل تيسير تداول الأوراق المالية في البورصات العربية، من الأفضل إستحداث نظام مشابه لنظام "إيصالات الإستلام الأوروبية" (CDR'S) الذي يتم بموجبه تبادل هذه الإيصالات بوصفها أداة تثبت إيداع الأسهم في البلد الذي ينشأ فيه السهم، بدلا من التبادل بالسهم نفسه في البورصات الأخرى، و تكون إيصالات الإستلام هذه مقومة بمختلف العملات العربية التي يتم فيها شراء الأسهم و يجري التداول فيها لغير المقيمين فقط، و بالتالي تكون معفاة من الضرائب القطرية و تكون قابلة للتحويل من بلد عربي إلى آخر.

إلا أن الأهم من هذه التشريعات هو تحديد من يقوم بتنفيذها في كل بلد عربي، فتحديد الأجهزة المختصة التي تقوم بتطبيق هذه التشريعات تعتبر خطوة أساسية نحو ربط البورصات العربية مع بعضها البعض.

**\* المجموعة الثانية:** تنشيط دور المؤسسات المالية العربية على المستوى القومي في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

بإمكان الصناديق و المؤسسات المالية العربية من أن تؤدي دورا هاما في المساعدة بشكل مباشر في تغطية الفجوة القائمة بين المدخرين و المستثمرين عن طريق طرح سندات يسمح بالإكتتاب فيها للمؤسسات المالية من بنوك و شركات تأمين أو الأفراد، كما تستطيع هذه الصناديق ضمان أو تعهد إصدار سندات محلية، و الإكتتاب في المشروعات الإقتصادية ذات الطبيعة القومية أو القطرية بما يطرح من أوراقها، و ذلك وفقا لمواثيق إنشائها.

**\* المجموعة الثالثة:** إقامة شركات مساهمة عربية

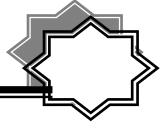
و كانت المحاولة الأولى لقيام المشروعات و الشركات العربية المشتركة عام 1956 على مستوى الحكومات العربية، أما المحاولة الثانية فقد بدأت منذ عام 1982 ، أما على مستوى القطاع الخاص فقد إنبتق عن المؤتمر الأول و الثاني لرجال الأعمال و المستثمرين العرب شركتان مشتركتان هما الشركة العربية للإستثمار الزراعي و الشركة العربية للإستثمارات السمكية و قد طرحت الشركة الأولى أسهمها للإكتتاب العام فساهم فيها مستثمرون عرب من عدة دول عربية.

و في هذا المجال يجب وضع تشريع عربي موحد يعطي الشخصية العربية للشركة المشتركة التي تتم في إطار الدول العربية، لأن الوضع الحالي يفرض على كل شركة مساهمة جنسية بلد المقر و بالتالي تخضع لما تخضع له الشركات القطرية.

**\* المجموعة الرابعة:** تشجيع إقامة أجهزة إستثمار عربية

## الفصل الرابع: أهداف التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق

### المالية و آليات تجسيده.



حتى تتمكن البورصات العربية من تأدية دورها في إطار التكامل المالي العربي، يقتضي الأمر إقامة أجهزة الإستثمار العربية المناسبة التي تقوم بالتعامل في الأوراق المالية ذات الطبيعة القومية.

\* **المجموعة الخامسة:** وضع إتفاقية لتجنب الإزدواج الضريبي

وعلى الرغم من إبرام إتفاقية من هذا النوع عام 1974 بين دول مجلس الوحدة الإقتصادية العربية فإن عدد الدول المنضمة إليها لم يتجاوز الأربعة، و مع ذلك يجب إعادة النظر في هذه الإتفاقية و تعديلها لأنها تركز فقط على الأرباح المحققة في كل بلد.

\* **المجموعة السادسة:** الحاجة إلى شبكة إتصالات متطورة

يتطلب التعامل في بورصات الأوراق المالية سرعة الإتصال و المعرفة، و عليه كلما كانت هناك شبكة إتصالات سريعة بين البلدان العربية و بينها و بين العالم الخارجي كلما تمتعت هذه البورصات بقدر من المرونة و الفاعلية .

و في هذا الصدد يجب إنشاء مركز قومي للمعلومات المالية لدى الأجهزة العربية الأساسية كصندوق النقد العربي و الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية.

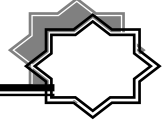
\* **المجموعة السابعة:** تطوير مهنة المحاسبة و المراجعة

إن مهمة المحاسبين و المراجعين هي إثبات الوضع المالي للشركات بدقة، و يعتبرون مسئولين عما يقدمونه من تقارير في هذا الشأن للجمعيات العمومية، أو أجهزة الرقابة على الشركات المساهمة، أو لبورصات الأوراق المالية المسجلة فيها هذه الشركات، الأمر الذي يقتضي وجود تشريع يحدد مؤهلات المحاسبين و المراجعين و قيدهم في سجلات.

### المطلب الثالث: المرحلة النهائية

تفترض هذه المرحلة توافر خطة شمولية تكاملية يراد بها تحقيق و حدة إقتصادية و نقدية و خلق سيولة مالية مشتركة و ما يصحب ذلك من تحرير أنظمة الرقابة على النقد في الدول العربية و إنتقال رؤوس الأموال فيما بينها بحرية تامة، و عندئذ يكون في ميسور المواطنين العرب حيازة و تداول الأوراق المالية المحررة بالعملات الحرة.

لعل تحرير أنظمة الرقابة على النقد سوف يزيل أكبر عقبة تحد من قيام سوق مالية عربية، لأنه و من أساسيات قيام هذه الأخيرة إلغاء نظم الرقابة على النقد و إقامة منطقة عربية نقدية.



### خلاصة الفصل الرابع:

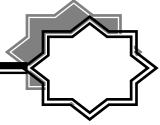
تضمن الفصل الأهداف التي يمكن أن يحققها التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، و بعد عرض الجهود العربية صوب إرساء تعاون بينها لمسنا بعض العراقيل التي تطرقنا إليها مع إقتراح آلية لتجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، و عليه توصلنا إلى النتائج التالية:

✓ في سبيل تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية لقد خطت هذه الدول خطوات جادة، علها تواكب التطورات الإقتصادية العالمية و النظم المتبعة في نظيراتها بالدول المتطورة و من هذه التوجهات الربط بين البورصات العربية.

✓ تأسيس إتحاد البورصات العربية الذي إرتبطت الغاية من تأسيسه بتطوير البورصات العربية و الربط بينها من أجل الوصول إلى آلية لتداول الأوراق المالية تمكن المستثمر العربي من إمتلاك و تداول الأوراق المالية الصادرة و المسجلة في أي بورصة عربية أخرى.

عقد عدة إتفاقيات بين بورصات الأوراق المالية العربية، و ما من شك أن قيام السوق المالية العربية المشتركة ستكون ثمرة إتفاقيات التعاون التي بدأت بين كل من مصر و الكويت و لبنان و إنضمام باقي الدول العربية من شأنه خلق سوق عربية قادرة على جذب الإستثمارات الأجنبية من خارج الوطن العربي.

# المخاتفة العائمة



## الخاتمة العامة

### 1 - ملخص البحث:

إن الإمام بموضوع إمكانية و أهداف التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية تطلب منا مناقشته في أربعة فصول:

كان الفصل الأول عبارة عن خلفية نظرية حول البورصة بهدف الإمام بكل الجوانب التي تتعلق بهذا الكيان و الجزء المهم الذي لا يتجزء عن النظام المالي، خاصة و أن الملاحظ هو محدودية و ضعف الثقافة البورصية لدى معظم شرائح المستثمرين في البورصات العربية و عمدنا في ذلك إلى توضيح ظروف نشأتها، تعريفها، أنواعها مع التركيز على بورصة الأوراق المالية، آلية عملها، الأدوات المالية بإعتبارها السلعة الرئيسية المتداولة فيها، ثم تطرقنا إلى تبيان شروط نجاحها، وظائفها الإقتصادية و معايير قياس نشاطها، وفي هذا إستوقفنا مفهوم البورصات الناشئة التي إرتأينا تحديدها من خلال التعرض إلى تعريفها، تطورها، خصائصها و كذا مخاطرها و سبل مواجهتها.

و بما أن البورصة جزء لا يتجزأ من الإقتصاد تتأثر به و تؤثر فيه في الوقت نفسه فمن جهة هي تعمل على توفير الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الإستثمارية و ذلك بتعبئة المدخرات، التخصيص الفعال للموارد و مراقبة الشركات، و من جهة أخرى فإن أداءها مرتبط بالبيئة الإقتصادية المتواجدة فيها و متوقف على السياسات المالية و الضريبية المتبعة، و كذا سياسة سعر الصرف و القوانين المتعلقة بتدفقات رأس المال و حجم التضخم و معدل البطالة، لذلك كان من غير الممكن دراسة بورصات الأوراق المالية العربية دون أخذ فكرة عن الواقع الإقتصادي الذي نشأت فيه هذه البورصات، فتضمن الفصل الثاني المؤشرات الإقتصادية العربية كالناتج المحلي الإجمالي، فجوة الموارد، الفوائض و العجزات في الموارد المالية و العلاقات الإقتصادية الدولية للدول العربية و التي ماهي إلا إنعكاس لأوضاعها الإقتصادية، كما تطرقنا إلى أهم التحولات العالمية و التي تفرض أعباء على الإقتصاديات العربية ألا و هي عولمة الأسواق المالية و زيادة درجة إنفتاحها على بعضها البعض. بمحاولة توصيف هذه الظاهرة، المخاطر الناجمة عنها و مواجهتها ، ثم توقفنا عند النشأة التاريخية لبورصات الأوراق المالية العربية أين إعتمدنا





تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات هي دول شمال إفريقيا، دول منطقة الرافدين و دول الخليج العربي بالإستناد إلى الموقع الجغرافي ومدى التقارب بين دول كل مجموعة من جهة، وعلى أساس أن الهدف من هذه الدراسة هو إيجاد آلية لتعاون وربط بورصات الأوراق المالية بين الدول العربية من جهة أخرى.

و تلى ذلك الفصل الثالث الذي كان موضوعه التعاون بين بورصات الأوراق المالية و الإمكانيات المطلوبة لذلك، من خلال دراسة السبل والآليات المتبعة للربط بين البورصات و المتطلبات التشريعية و متطلبات البنية التحتية و الشروط الواجب توفرها على مستوى الشركات لتحقيق و تعزيز التعاون بين البورصات العربية دون إهمال التجارب الدولية الرائدة في المجال، أما الفصل الرابع فتضمن أهداف التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية على المستويين الإقليمي و الدولي، و عرض الجهود العربية صوب تحقيق التعاون المنشود بين بورصات الأوراق المالية و الصعوبات التي حالت دون ذلك و في الأخير إقتراح لآليات تجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.

## 2 - النتائج المتوصل إليها:

بناء على ما سبق توصلت الدراسة للنتائج التالية:

- البورصة لا تعتبر من المؤسسات الحديثة بل يرجع عهدها إلى الماضي البعيد، إلا أن جهازها و عملياتها تطورت بشكل كبير مع مرور الزمن و أصبحت مركزا للحياة المالية، خاصة في الدول المتقدمة و أضحت الحلقة الضرورية للجمع بين المستثمر و المنتج و عنصرا هاما في توفير السيولة المالية الضرورية للحياة الاقتصادية.
- أداء بورصة الأوراق المالية هو إنعكاس لجاذبية الأوراق المالية المدرجة بها، و التي تستند بدورها على مدى ما تتمتع به الشركة من شفافية و مركز مالي و توقعات نمو.
- أدركت الدول العربية أهمية الدور الذي تؤديه بورصات الأوراق المالية خاصة في تعبئة المدخرات الوطنية و جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية إلى جانب الوظائف الأخرى التي تضطلع بها بورصات الأوراق المالية، فشهدت معظم الدول العربية قيام بورصات للأوراق المالية فيها و كذا بعض المؤسسات التي تساند عملها كبيوت السمسرة و التقاص و التسوية و صناديق الإستثمار.
- الإقتصاد العربي في مجموعه لا تنقصه الأموال، وهو على العكس يتمتع بفوائض مالية تزيد على حاجته لأغراض الإستثمار المحلي، و بالتالي توظف هذه الفوائض خارج المنطقة العربية، إلا



أن هذه الصورة الإجمالية لا تصدق على الدول العربية كلها فهناك دول تعاني من العجز و قصور مدخراتها المحلية مما يحد من إمكانيات التوسع في الإستثمار المحلي وفي الوقت نفسه فإن هذه الدول غير قادرة على إجتذاب الأموال سواء من المنطقة العربية ذاتها أو من خارجها. - تتميز البورصات العربية كغيرها من البورصات الناشئة بخصائص مشتركة و مجموعة من المعوقات منها ما هو راجع للبيئة الإقتصادية بشكل عام، ومنها ما يعود إلى هيكل و بنية السوق، بينما البعض الآخر أفرزته المتغيرات الإقتصادية العالمية وما إنجر عنها من تحرير لحركة رؤوس الأموال

- قد أدت العولمة إلى زيادة الإعتماد المتبادل بين الدول و قد صاحب ذلك زيادة أخرى في عدد محافل التعاون الإقليمي سواء التي أنشئت بالفعل أو التي لا تزال في طور الإنشاء. لذلك فإن بورصات الأوراق المالية عبر العالم تعمد إلى تنسيق مبادراتها وإلى إقامة اتحادات إقليمية. - توجد العديد من السبل والوسائل لإقامة تحالفات أو إرساء صلاحة بين البورصات المختلفة. وتعتمد آليات ذلك في معظم الحالات على هيكل كل بورصة وعلى القدرات التي تتمتع بها. كما تلعب مرافق البنية الأساسية مثل الطاقة و الإتصالات والبنوك دورا هاما في دعم تلك الآليات.

- و تتمثل الأهداف المباشرة لتلك الإتحادات في تعزيز الإتصالات بين البورصات الأعضاء وتوحيد إجراءات عملها، أما الأهداف بعيدة المدى فقد تتضمن التسجيل غس الحدود. - على صعيد تعزيز التعاون الإقتصادي العربي و التوجه نحو خلق تكتلات عربية لمواكبة تطورات الأسواق المالية العالمية و التوجه إلى خلق الظروف الموضوعية التي تهيئ لإقامة سوق مالية عربية موحدة، تم إنشاء إنشاء إتحاد البورصات و هيئات أسواق المال العربية ليكون بمثابة جهاز ترشيدي للتعاون بين المؤسسات القائمة.

- بفضل الجهود التي بذلها إتحاد البورصات و هيئات أسواق المال العربية عرفت الدول العربية عدة مبادرات لتوثيق عرى التعاون فيما بينها، كان أهمها إتفاقية التعاون الثلاثي بين ( الكويت، القاهرة، بيروت)، لكن هذه المبادرات واجهتها العديد من العراقيل و الصعوبات التي حدت من فاعليتها.

- تملك الدول العربية العديد من المؤسسات و التنظيمات و الآليات الجديرة بتحقيق هذا التعاون، و نذكر منها صندوق النقد العربي، إتحاد البورصات و هيئات أسواق المال العربية،



المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، لكن ما ينقص الدول العربية هو التنسيق الإقتصادي الذي لن يتحقق على الصعيد الدولي إذا لم يتحقق أولاً على الصعيد المؤسسي.

- و لضمان نجاح التجربة يجب أن يتم تحقيق الربط على أسس من التدرج ومراعاة لظروف كل بلد عربي على حده. كما ينبغي أن تظم الاتفاقيات في المرحلة الأولى الدول ذات الظروف الإقتصادية والنظم القانوني والمؤسسات المتشابهة على أن يتسع بعد ذلك ليضم كافة الدول التي لديها بورصات منظمة للأوراق المالية.

### 3 - الإقتراحات والتوصيات:

- الإقتراحات و التوصيات التي يمكن الخروج بها من هذا البحث نجتمعها في مجموعتين رئيسيتين، الأولى تتعلق بالقطاع الخاص و الثانية بالحكومات في الدول العربية و التي تصب كلها في محاولة النهوض بالتعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية لمستوى التوقعات المرجوة منه:
- \* يمكن أن يساهم القطاع الخاص في الجهود لتطوير بورصات الأوراق المالية العربية و التعاون فيما بينها من خلال:
- حسن إدارة الشركات، لأن الشركات التي ستعمل بالمعايير المحايية الدولية السليمة ستكون في أفضل وضع لإجتذاب الإستثمار الأجنبي.
- الشفافية فلا غنى للمستثمرين عن المعلومات المناسبة لإتخاذ القرارات السليمة و إذا لم تكن هذه المعلومات متاحة فإن المستثمرين سيأخذون أموالهم إلى أماكن أخرى. فقد تطلب الهيئات التشريعية تطبيق معايير الإبلاغ المناسبة و تعمل على تنفيذها، و لكن الشفافية و المسؤولية عن الإبلاغ المالي يجب أن تبدأ من المنبع من الشركة ذاتها، بغية تشجيع إستثماراتها الإستراتيجية الطويلة الأجل، و على هذا يجب على قطاع الشركات في المنطقة العربية و حتى يكتسب المصدقية و يجتذب الإستثمارات، أن يحسن ممارساته المحاسبية من حيث الشفافية و قابلية المساءلة و الشمول.
- لا يقتصر إفصاح الشركات على البيانات القانونية التي تطلبها كل بورصة، بل ينبغي على قطاع الشركات في المنطقة أن يبذل جهوداً أكبر من مجرد الإلتزام بمتطلبات الإفصاح القانونية، و أن يوفر للجمهور جميع المعلومات ذات الصلة عن الأداء السابق و الحالي و تحليل الإدارة



- للنتائج المالية و خطط التوسع و التوقعات مستقبلا، و جميعها تفيد في تعزيز الشفافية و من المرجح أن يثير توافر هذه المعلومات الإهتمام بين المستثمرين في الدول العربية.
- الإتجاه إلى تشجيع الشركات العربية ذات الملكية الأسرية إلى الإدراج للتداول العام لأن ذلك من شأنه تحسين عمق سوق الأوراق المالية من جهة ، و من جهة أخرى يمكن المستثمرين الإقليميين من الإستفادة ماليا من المشاركة في هذه الشركات.
- تنقيح قوانين الشركات بما يمكن أن يشجع إنشاء الشركات المساهمة و تطوير عمليات التدقيق و الإشراف بما يتماشى مع المعايير الدولية.
- \* أما الحكومات فيمكنها أن تساهم في جهود التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية و تطويرها من خلال:
- إلزام المؤسسات بإستخدام ممارسات تدقيق سليمة بغية ضمان الشفافية.
- زيادة تنوع الأوراق المالية المتاحة في بورصات المنطقة.
- السعي إلى تنسيق القواعد و أنظمة البورصات العربية و وفقا للمعايير الدولية.
- مواصلة دعم تطوير المؤسسة العربية المشتركة للتسوية و المقاصة كآلية لتيسير التداول العابر للحدود.
- توحيد المصطلحات المالية.
- إعادة هيكلة القطاعات المصرفية.
- تيسير المزيد من تطوير التداول الإلكتروني المحلي و إعتماد التداول الإلكتروني العابر للحدود.
- ضمان الشفافية في النفاذ إلى التشريعات و الأنظمة الحكومية المعنية بالشركات و المستثمرين الأجانب و المحليين.
- النهوض بالسياسات التي تعزز الإستقرار الكلي و في هذا السياق يجب إيلاء إهتمام خاص بأسعار الفائدة و سعر الصرف.
- زيادة إستخدام الإدراج العام في الجهود الجارية لخصخصة الشركات المملوكة للدولة.
- توفير مواد تنقيفية بشأن إستخدام بورصات الأوراق المالية لصالح الشركات الصغيرة و المتوسطة وذات الملكية الأسرية.



#### 4 - آفاق البحث:

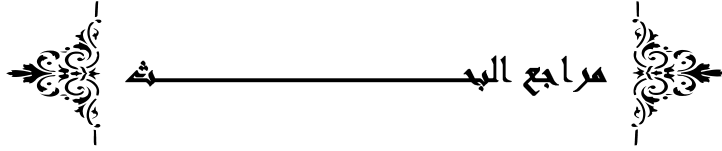
إن موضوع "التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية" موضوع معقد وله أبعاد متعددة، ويمكن تناوله من جوانب مختلفة، فرغم محاولتنا الإلمام بكل جوانب الموضوع إلا أن هذا البحث يحتوي على العديد من المواضيع الجزئية المهمة، والتي نعتقد أننا لم نوفيها حقها من الدراسة لذا نقترح بأن تكون مجالاً خصصاً للبحث مستقبلاً من قبل الطلبة والباحثين نذكر منها:

- أثر إتفاقيات المنظمة العالمية للتجارة و خاصة إتفاقية تحرير تجارة الخدمات على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.
- أثر المتغيرات الإقتصادية العالمية من عولمة و تحرير رؤوس الأموال على بورصات الأوراق المالية العربية.
- دور التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية في تعزيز و تدعيم التكامل الإقتصادي العربي.
- دور الهيئات الإقليمية كصندوق النقد العربي و إتحاد البورصات العربية في ترسيخ التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية.

#### 5- صعوبات البحث:

لقد واجهتنا العديد من المصاعب عند إعداد هذا البحث، تتمحور العديد منها حول نقطتين أساسيتين:

- إختلاف المصطلحات المتعلقة بالموضوع من باحث لآخر ومن بورصة لأخرى فنجد مصطلح واحد لمفهومين مختلفين و قد ظهر هذا خاصة عند الإشارة للأوراق المالية و في تسمية بورصة الأوراق المالية في حد ذاتها.
- إختلاف الإحصائيات بين بعض المراجع و لهذا عند دراستنا لأداء البورصات العربية إعتدنا على مرجع واحد لهذه الإحصائيات و هو صندوق النقد العربي.



المراجع باللغة العربية:

1

1- الكتب:

- أسامة محمد الفولي زينب عوض الله إقتصاديات النقود و التمويل دار الجامعة الجديدة مصر طبعة 2005
- السيد عليوه تحليل مخاطر الإستثمار في بورصة الأوراق المالية دار الأمين طبعة 2006
- الطاهر لطرش تقنيات البنوك ديوان المطبوعات الجامعية (الجزائر) الطبعة الثانية 2003
- جون وايت ترجمة خالد العامري الإستثمار في السندات و الأسهم دار الفاروق للنشر و التوزيع القاهرة (مصر) طبعة 2003
- رسمية قريبا قص أسواق المال - أسواق رأس المال - المؤسسات الدار الجامعية (مصر) طبعة 1999
- سمير عبد الحميد رضوان المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر دار النشر للجامعات الطبعة الأولى 2005
- سليمان المنذري الفرص الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية مكتبة مدبولي القاهرة الطبعة الأولى 1995.
- شذا جمال خطيب، صعقن الركيبي العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال مؤسسة طابا بالتعاون مع إتحاد أسواق المال العربية الطبعة الأولى 2002
- شمعون شمعون البورصة و بورصة الجزائر دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع الجزائر طبعة 1999
- صبري هارون أحكام الأسواق المالية دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن الطبعة الأولى 1999
- صلاح الدين حسن السيبي بورصات الأوراق المالية الأهمية، الأهداف، السبل و مقترحات النجاح عالم الكتب الطبعة الأولى 2003
- صلاح الدين حسن السيبي الشركات متعددة الجنسيات و حكم العالم عالم الكتب القاهرة (مصر) الطبعة الأولى 2003
- صلاح السيد جودة بورصة الأوراق المالية مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية للطباعة و النشر و التوزيع الإسكندرية (مصر) الطبعة الأولى 2000 .



- ضياء مجيد الموسوي البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات) منشورات image الطبعة الأولى 1998.
- ضياء مجيد الموسوي البورصات Editions الطبعة الأولى 1998
- طارق عبد العال حماد المشتقات المالية (المفاهيم، المخاطر، المحاسبة).الدار الجامعية الإسكندرية (مصر) طبعة 2001
- طارق عبد العال حماد دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية الدار الجامعية الإسكندرية ( مصر ) طبعة 2005
- عاطف وليم أندراوس السياسة المالية و أسواق الاوراق المالية خلال فترة التحول لإقتصاد السوق مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية (مصر) 2005
- عبد الغفار حنفي البورصات المكتب العربي الحديث (مصر) طبعة 1995
- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريا قص البورصات و المؤسسات المالية الدار الجامعية (صر) طبعة 2002
- عبد المجيد قدي المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية ديوان المطبوعات الجامعية (الجزائر) طبعة 2003
- عبد المطلب عبد الحميد السوق العربية المشتركة (الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة) مجموعة النيل العربية القاهرة (مصر) الطبعة الأولى 2003
- عصام فهد العريبد الإستثمار في بورصات الأوراق المالية ( بين النظرية و التطبيق ) دار الرضا للطباعة و النشر الطبعة الأولى 2002 دمشق (سوريا)
- عمر صقر العولمة و قضايا إقتصادية معاصرة الدار الجامعية (مصر) طبعة 2003/2002
- فريد النجار البورصات و الهندسة المالية مؤسسة شباب الجامعة طبعة 1999
- محسن أحمد الخضيرى كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة إيتراك للنشر و التوزيع القاهرة ( مصر ) الطبعة الثانية 1999
- محمد يوسف ياسين البورصة منشورات الحلي الحقوقية بيروت ( لبنان ) الطبعة الأولى 2004
- محمد صالح الحناوي نمال فريد مصطفى جلال العبد الإستثمار في الأوراق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2003/2002.
- محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق الدار الجامعية الإسكندرية ( مصر ) طبعة 2002.



- محمد صالح الحناوي محمد فريد الصحن تفيذة علي هلال محمد سعيد سلطان مقدمة في المال و الأعمال الدار الجامعية (مصر) طبعة 2000.
- محمد صالح الحناوي إبراهيم سلطان جلال العبد تحليل و تقييم الأوراق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2002/2001
- محمد الصيرفي البورصات دار الفكر الجامعي الإسكندرية (القاهرة) الطبعة الأولى 2006
- محمود يونس، عبد المنعم مبارك النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2003
- محمود صبح التحليل المالي و الإقتصادي للأسواق المالية البيان للطباعة و النشر الطبعة الثالثة 2000
- مصطفى رشدي شيحة الإقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية ( مصر) طبعة 1998
- منير إبراهيم هندي إدارة الأسواق و المنشآت المالية منشأة المعارف (الإسكندرية مصر) طبعة 2002.
- منير إبراهيم هندي الأوراق المالية و أسواق رأس المال منشأة المعارف الإسكندرية ( مصر ) طبعة 2002.

## 2- رسائل و مذكرات:

- زيطاري سامية ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة (حالة أسواق الأوراق المالية العربية) أطروحة مقدمة لنيل دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية فرع القياس الإقتصادي جامعة الجزائر 2004
- وليد أحمد الصافي الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية و علوم التسيير تخصص نقود و مالية جامعة الجزائر دفعة 2002-2003
- محمد براق بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية الإقتصادية رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية الجزء 1 و 2 جامعة الجزائر دفعة 1999-2000.
- قاسم شاوش لمياء الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية فرع نقود مالية و بنوك جامعة سعد دحلب بالبلدية أكتوبر 2005
- لعبادي نسيمة فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد مع دراسة حالة الجزائر رسالة مقدمة في إطار نيل شهادة الماجستير علوم اقتصادية ، فرع النقود و المالية جامعة الجزائر 2003-  
2004





- محمود نجمده علي إبراهيم التكامل الإقتصادي بين الأسواق المالية العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد جامعة عين شمس (مصر) دفعة 2001
- منصر كريمة السوق المالية نشأتها و إجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية فرع التحليل الإقتصادي جامعة الجزائر 2002/2001

### 3- دراسات و بحوث:

- علي محي الدين القردة داغي أثر الديون و نقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم و الصكوك و الوحدات الإستثمارية البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب.
- اللجنة الإقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا الأمم المتحدة نيويورك 2004
- حازم البلاوي و آخرون المؤسسات المالية العربية و تمويل التنمية و الإستثمار في الوطن العربي دراسة معدة للمجلس الإقتصادي و الإجتماعي جامعة الدول العربية صندوق النقد العربي أبو ظبي الإمارات العربية المتحدة 2005 .
- عبد الله الحسن محمد، كمال يوسف عبد الله، بدر الدين حسين جبر الله تقييم أدوات السياسة النقدية و التمويلية في السودان خلال الفترة 1980-2002 الإدارة العامة للبحوث و الإحصاء بنك السودان المركزي، إصدار رقم (4) سبتمبر 2004
- التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2006.
- مناخ الإستثمار في الدول العربية 2005 المؤسسة العربية لضمان الإستثمار.

### 4- ملتقيات علمية:

- عبد المطلب محمد الطيب حمد النيل، "العولمة و آثارها الاقتصادية على المصارف - نظرة شمولية"، الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية - الواقع و التحديات، جامعة الشلف، أيام 14- 15 ديسمبر 2004

### □- القوانين و النصوص التشريعية:

- قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26
- قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994



- قانون إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية رقم 14 بتاريخ 1995/07/03
- قانون إتحادي في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم 04 بتاريخ 2000/04/29
- قانون الأوراق المالية الأردني رقم (23) لسنة 1997
- قانون الأوراق المالية الأردني لعام 2002.
- قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم 24 بتاريخ 1991/08/16
- قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 بتاريخ 1992/06/22
- قانون بورصة القيم المغربي رقم 1.93.211 تاريخ 1993/09/21
- قانون سوق رأس المال العماني بموجب المرسوم السلطاني رقم 98/80 المادة 49.
- تونس قانون إعادة تنظيم السوق المالية التونسي الصادر بتاريخ 1994/11/14
- مرسوم بقانون إنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية رقم 04 بتاريخ 1987/02/25
- مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية (1) بتاريخ 1983/08/14
- المرسوم التشريعي الجزائري المتعلق ببورصة القيم المنقولة رقم 93-10 بتاريخ 1993/05/23
- مصادر القوانين و النصوص التشريعية:
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1991/05/28.
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1993/05/23.
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1996/01/10.
- برنامج الأمم المتحدة الإنمائي إدارة الحكم في الدول العربية من الموقع الإلكتروني: 4
- <http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp?cid=> لولحظ يوم: 2006/12/4.

#### 6- المواقع الإلكترونية:

\* مجالات و جرائد:

- محمد آدم أسواق الأوراق المالية و إقتصاديات البلاد النامية مجلة النبأ العدد 59 لعام 2001 من
- الموقع الإلكتروني: <http://www.annabaa.org/nba59/asoq.htm> لولحظ يوم: 2006/03/25.



- حسان خضهر تحليل الأسواق المالية سلسلة جسر التنمية العدد السابع و العشرون تصدر عن المعهد العربي للتخطيط بالكويت مارس 2004 السنة الثالثة ص 03 ، من الموقع الإلكتروني <http://www.arab-api.org/develop1.htm> لوحظ يوم: 2005/04/14
- جريدة الوطن مقومات نجاح أسواق الأوراق المالية من الموقع الإلكتروني <http://www.alwatan.com/graphics/2003/07/jul/19.7/heads/et10htm> لوحظ يوم 2005/07/07.
- جريدة الجيش اللبناني اتحاد أسواق المال في لبنان يعيد لبيروت دورها الريادي في المنطقة العدد  $\square\square\square/\square\square\square/\square\square\square$  بتاريخ  $\square\square\square/\square\square\square/\square\square\square$  من الموقع الإلكتروني:  
 $\leftarrow \bullet 0 \bullet 5 \bullet 9 \bullet \checkmark \bullet 8 \bullet 3 \bullet \text{م} \bullet 2 \bullet 6 \bullet \text{ب} \bullet 5 \bullet 4 \bullet 9 \bullet \text{م} \bullet 3 \bullet \text{م} \bullet 3 \bullet 3 \bullet \text{م} \bullet 7 \bullet 7 \bullet \text{م} \bullet 0 \bullet \text{ح}$   
 $\bullet 7 \bullet 10 \bullet \text{م} \bullet 3 \bullet \text{م} \bullet 0 \bullet 0 \bullet 1$  لوحظ يوم:  $\square\square\square/\square\square\square/\square\square\square$
- جريدة الأهرام الإقتصادي العدد 126 بتاريخ 2004/02/09 من الموقع الإلكتروني: <http://ik.ahram.org.eg/ik/ahram/2004/2/9/barid0.htm> لوحظ يوم: 2006/10/06
- هيام علي جريدة الشرق الأوسط 2006/12/05 العدد 10234 من الموقع الإلكتروني <http://www.asharqalawsat.com/details.asp?section=6&issue=10234&artic> [le=395249](http://www.asharqalawsat.com/details.asp?section=6&issue=10234&artic) لوحظ يوم: 2006/12/12.
- \* بحوث و ملتقيات علمية:
- محمد بن إبراهيم السحيباني آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي من الموقع الإلكتروني <http://www.uqu.edu.sa/icie/WebPages/bhooth/20.doc> لوحظ يوم : 2006/03/18
- صعق عبد الله الركبي مشروع البورصة العربية في المتلقي السادس لمجتمع الأعمال العربي دمشق 27 - 29 أبريل 2002 من الموقع الإلكتروني: <http://fab-jo.org/doc.6/9.doc> لوحظ يوم: 2006/03/25.
- [www.sfhty.com](http://www.sfhty.com) أسرار البورصة من الموقع الإلكتروني: <http://www.sfhty.com/sfhat.php?rkmalesfhh=4502&tid=7502> لوحظ يوم: 2006/02/01.
- [www.aramta.com](http://www.aramta.com) البورصة من الموقع الإلكتروني: <http://www.aramta.com/page74.htm> لوحظ يوم: 25/03/2006
- حسام الدين محمد سمسار البورصة من الموقع الإلكتروني <http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/05/article05.shtml> لوحظ يوم: 2004/05/19



- www.islamonline.net - حسام الدين محمد أسهم الأترنيت للمبتدئين من الموقع الإلكتروني: لو حظ يوم: 2004/09/05 .
- : https://www.arabfinance.com من الموقع الإلكتروني :  
<https://www.arabfinance.com/knowledgecenter/defaultdetails.aspx?id=17>  
 8&lang=a&type=afeducation لو حظ يوم: 2005/04/14
- كمال توفيق خطاب نحو سوق مالية إسلامية من الموقع الإلكتروني  
<http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Markets/44.doc>  
 لو حظ يوم: 2005/05/12
- www.kantakji.org معايير المحاسبة عن المشتقات المالية و أنشطة التحوط من الموقع الإلكتروني:  
<http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Accountancy/33222.doc>  
 لو حظ يوم: 2007/01/23
- محمد أمين عزت الميداني تطوير أسواق الرأسمال في سورية من الموقع الإلكتروني  
[http://www.mafhoum.com/syr/articles\\_02/midani/midani.htm](http://www.mafhoum.com/syr/articles_02/midani/midani.htm)  
 19 فيفري 2002 جمعية العلوم الاقتصادية السورية .
- محمد شريف بشير صنع المؤشر و قواعد قراءته من الموقع الإلكتروني:  
<http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/08/article05B.shtml>  
 بتاريخ 2004/08/18 .
- المعهد العربي للتخطيط بالكويت أسواق الأوراق المالية من الموقع الإلكتروني:  
[www.arab-api.org/course9/c9\\_4\\_6.htm](http://www.arab-api.org/course9/c9_4_6.htm) لو حظ يوم: 2006/02/27 .
- <sup>1</sup> - www.indexsignal.com دروس في البورصة من الموقع الإلكتروني  
[www.indexsignal.com/lessons1.htm](http://www.indexsignal.com/lessons1.htm) لو حظ يوم: 2006/02/27 .
- محمد قمر الإسلام ترجمة جلال شوشان و بدر الدين دبسي تحالفات أسواق الأوراق المالية و السبل الممكنة لإقامة  
 سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات من الموقع الإلكتروني:  
[http://www.arriyadh.com/Economic/LeftBar/Researches/-----1.doc\\_cvt.asp](http://www.arriyadh.com/Economic/LeftBar/Researches/-----1.doc_cvt.asp)  
 لو حظ يوم 2006/06/02 .
- لو حظ يوم: 2007/03/29
- www.ammanchamber.org المشاكل والمعوقات أمام تنمية حركة التجارة العربية البينية من الموقع  
 الشبكي:  
<http://www.ammanchamber.org/UploadedImages/file2.doc>  
 لو حظ يوم: 2006/03/19 ص 20 .
- سوق الأوراق المالية الليبية من الموقع الإلكتروني  
[http://www.lsm.gov.ly/stuck/index.php?option=com\\_content&task=view](http://www.lsm.gov.ly/stuck/index.php?option=com_content&task=view)  
 &id=30&Itemid=37 نشر في 2006/08/10 .



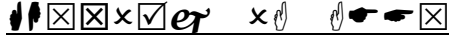
- سوق عمان المالي نبذة عامة من الموقع الإلكتروني  
[http://www.jsc.gov.jo/jsc\\_arabic/history.asp](http://www.jsc.gov.jo/jsc_arabic/history.asp) لوحظ يوم: 2007/01/25.
- <sup>1</sup> - صبري الخصيب تقرير حول أداء بورصة عمان من الموقع الإلكتروني:  
<http://www.ammanchamber.org/UploadedImages/file16.doc> جويلية 2006.
- خبر صحفي من الموقع الإلكتروني:  
[http://www.dfm.ae/dfm/Uploads/MarketNews/UPLOADS/DFM\\_%20IP\\_O\\_11\\_11\\_2006.doc](http://www.dfm.ae/dfm/Uploads/MarketNews/UPLOADS/DFM_%20IP_O_11_11_2006.doc) لوحظ يوم: 2006/12/27.
- نبذة مختصرة عن تطور العمل في سوق الدوحة للأوراق المالية من الموقع الإلكتروني :  
[http://www.dsm.com.qa/site/topics/printArticle.asp?cu\\_no=2&item\\_no=5&version=1&template\\_id=15&parent\\_id=14&static=1](http://www.dsm.com.qa/site/topics/printArticle.asp?cu_no=2&item_no=5&version=1&template_id=15&parent_id=14&static=1) لوحظ يوم 2006/01/14
- الهيئة العامة لسوق المال من الموقع الإلكتروني: <http://www.cma-oman.com/arabic/index.htm> لوحظ يوم: 2005/11/16.
- نبذة عن البورصة من الموقع الإلكتروني لبورصة الكويت  
  
 لوحظ يوم: [www.almotamar.net/news/10373.htm](http://www.almotamar.net/news/10373.htm) لوحظ يوم: 2007/01/03.
- من الموقع الإلكتروني لبورصة الخرطوم  
[http://www.khartoumstock.com/market\\_dev\\_ar.php](http://www.khartoumstock.com/market_dev_ar.php) لوحظ يوم 2006/12/20.
- صندوق النقد العربي النشأة و الأهداف من الموقع الإلكتروني:  
<http://www.amf.org.ae/vArabic/showPage.asp-2006/10/04> لوحظ يوم: 2006/10/04  
 - برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال أسواق الأوراق المالية من الموقع الإلكتروني:  
<http://www.amf.org.ae/vEnglish/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/amdb%20introduction.doc> لوحظ يوم: 2006/05/30.
- \* إحصائيات:  
 - إحصائيات صندوق النقد العربي من الموقع الإلكتروني:  
<http://www.amf.org.ae/varabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Yearly%20Performance/2002/Excel-Table/yearly2005.htm> لوحظ يوم: 2006/11/13.
- الأحوال الاقتصادية والاجتماعية في شمال أفريقيا الجزء الأول الأداء الاقتصادي لشمال أفريقيا خلال 2003 و2004. من الموقع الشبكي : لوحظ يوم: 2006/03/25



[http://www.unecana.org/arabe/un/documents%20et%20etudes/Performan  
ce%20economique%202004%20Arabe.doc](http://www.unecana.org/arabe/un/documents%20et%20etudes/Performan%20ce%20economique%202004%20Arabe.doc)  
التطورات الاقتصادية العامة من الموقع الإلكتروني: [byegm.gov.tr](http://byegm.gov.tr)-  
[www.byegm.gov.tr\YAYINLARIMIZ\kitaplar\turkiye2003\content\arabi  
a\254-255.htm](http://www.byegm.gov.tr/YAYINLARIMIZ\kitaplar\turkiye2003\content\arabi<br/>a\254-255.htm)

المراجع باللغات الأجنبية:



- Jean-François Susbielle comprendre la bourse sur internet édition D'organisation 2001.
- Alain Choinel Gérard Rouyer le marché financier revue banque édition (paris) Septième édition 1999.
- Alain Choinel Gérard Rouyer le marché financier revue banque édition (paris) Huitième édition 2002
- .- Juliette Pilverdier le marché boursier economica (paris) 2<sup>e</sup> édition 2002
- Tanya Hiebler Emerging Markets Explained à partir du site d'Internet:[http://www.infoplease.com/finance/tips/money/moneyman\\_112299.html](http://www.infoplease.com/finance/tips/money/moneyman_112299.html). Consulté le 07/10/2006
- Présentation  
[http://www.bourse.be/editorial/wide/0,5371,1679\\_997839,00.html](http://www.bourse.be/editorial/wide/0,5371,1679_997839,00.html), siteweb consulté le : 03/05/2007.
- The Federation of Euro-Asian Stock Exchanges  
  
<http://www.feas.org/Content.cfm?Get=History>, site consulté le: 8 Jan 2006.
- FMI, "La mondialisation : faut-il s'en réjouir ou la redouter? ", à partir du site d'Internet :[www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/fra/041200f.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/fra/041200f.htm), Consulté le 12/10/2004



قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	رقم الصفحة
01	تصنيف السندات	237
02	قنوات ومحاور تأثير السياسة المالية على سوق الأوراق المالية	238
03	البورصات الناشئة	239
04	مساحة و سكان الوطن العربي	239
05	الصادرات و الواردات العربية البينية 2000-2005	240
06	التدفقات التراكمية للإستثمارات العربية البينية الخاصة و المرخص لها خلال الفترة 1985-2005	241
07	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي	243
08	الإدارة و الهيكل المؤسسي لبعض بورصات الأوراق المالية العربية	244
09	إلتزامات الدول العربية بموجب الإتفاق العام للتجارة في الخدمات	249