

آليات تفعيل وتنشيط الأسواق العربية نحو أداء أفضل

خلال الأزمة المالية 2007-2010

د. زينب حجاج *

فايزة برايك *

Abstract:

The research analysis the reality of Arab stock markets during the period of financial crisis 2007 - 2010, after determining the status of Arab economy developments. The performance is analyzed through the primary markets' development, price indices, and sukuk's markets. The results revealed the beginning to recover from the impacts of global financial crisis on performance levels that do not return to what it was before the crisis.

Keys word : Arab stock markets, The financial crisis.

Résumé:

La recherche traite la réalité des marchés financiers arabes au cours de la crise financière 2007- 2010, cela Après avoir abordé l'état de l'économie arabe au moment de l'évolution économique mondiale, l'analyse de la performance à travers le développement des marchés primaires, les indices de prix, et les marchés des Sukuk. Les résultats ont démontré le début de la sortie de la crise.

Les mots clés : Les marchés boursiers arabes, La crise financière.

الملخص:

تناول البحث دراسة وتحليل واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمة المالية 2007 - 2010، وذلك بعد التطرق لوضعية الاقتصاد العربي ضمن التطورات الاقتصادية العالمية آنذاك. كما تم تحليل أداء هذه الأسواق المالية من خلال تطور الأسواق الأولية، ومؤشرات الأسعار، وأسواق الصكوك. فجاءت النتائج موضحة بداية التعافي من آثار الأزمة المالية العالمية على مستويات الأداء التي لم ترجع إلى ما كانت عليه قبل الأزمة.

الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية العربية، الأزمة المالية العالمية.

* أستاذة محاضرة (ب)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة لوينسي علي - البليدة 2.

* أستاذة مساعدة (أ)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة لوينسي علي - البليدة 2.

مقدمة:

إن التعرف على بعض التجارب الناجحة لبعض أسواق الأوراق المالية العربية، إلى جانب اقتراح بعض الآليات والأدوات التي تعتبر كضرورة حتمية لتعزيز الدور الفعال الذي يجب أن تقوم به تلك الأسواق للمساهمة في تنمية اقتصاديات بلدانها كتهيئة المناخ الملائم للاستثمار في الدول العربية، نشر الوعي الاستثماري والتعريف بفرص ومزايا الاستثمار المالي خاصة لصغار المستثمرين، التطبيق الجيد لحاكمة الشركات والذي ينعكس إيجابيا على الأداء الاقتصادي للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية، كما يعمل على ضمان أموال المستثمرين.

وانطلاقا من الواقع الاقتصادي الدولي الجديد المبني على أساس التكتلات الاقتصادية وعملة الأسواق المالية، تطرح إشكالية مدى قدرة الأسواق المالية في الدول النامية وبالخصوص منها العربية على مسايرة متطلبات العولمة في ظل الأزمة العالمية؟ ذلك أن الأسواق المالية في هذه الدول تختلف عن نظيرتها في الدول المتقدمة من حيث القوانين والتشريعات، الهياكل التنظيمية والتكنولوجية، نوعية المنتوجات المالية المتداولة وكذا مستوى النمو الاقتصادي والثروات إضافة إلى تفاوت التجارب في مجال نشاط الأسواق المالية، هذا الأمر يؤدي حتما إلى الحيلولة دون ضمان الاستفادة من مزايا وفوائد العولمة.

وبهدف التعرف على واقع ومتطلبات تفعيل دور الأسواق العربية في ظل العولمة يجب استعراض ظروف الدول العربية، من خلال العوامل الموازية أو المثبطة لتفعيل أسواق الأوراق المالية منها: النمو الاقتصادي ومؤشرات السيولة ومعدلات التضخم. بالإضافة إلى إلقاء الضوء على أهم خصائص أسواق الأوراق المالية، وتحليل أدائها والتعرف على حجم إمكاناتها ومدى مساهمتها في تحقيق الأهداف الإنمائية لهذه الدول.

1) مدخل إلى أسواق الأوراق المالية العربية

سنتركز في هذه الدراسة على أسواق الأوراق المالية العربية فترة الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 و2010.

1-1) وضعية الاقتصاد العربي ضمن التطورات الاقتصادية العالمية

يغطي العالم العربي مساحة 14.2 مليون كم² ويضم 355 مليون نسمة أي ما يعادل 10.2% من مساحة العالم و5.1% من عدد سكانه وذلك عام 2010. وبلغ إجمالي ناتجه

المحلي حوالي 2 ترليون دولار في عام 2010 بعدما كان يساوي إلى 1.74 ترليون دولار في عام 2009، بمعدل نمو سنوي (مقيم بالأسعار الجارية) يقدر بـ 16.3% بالمقارنة مع انكماش بلغ 12.6% في العام السابق. وارتفع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية بالأسعار الثابتة من 1.6% في عام 2009 إلى 5.5% في عام 2010¹. أما عن السيولة المحلية - أنظر الجدول (1) - فقد سجلت هذه الأخيرة في الدول العربية مجتمعة ككل خلال عام 2010 نموًا بلغت نسبته نحو 11.23% مقابل معدل نمو بلغت نسبته نحو 11.97% خلال عام 2009.

الجدول (1): علاقة النمو في السيولة المحلية والناتج المحلي الإجمالي بالتضخم "بالعملة المحلية"

| البلد | معدلات نمو الناتج المحلي بأسعار السوق الجارية | | معدلات النمو في السيولة المحلية | | معدلات التضخم | |
|-----------|---|-------|---------------------------------|------|---------------|------|
| | 2010 | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 | 2009 |
| الأردن | 9.6 | 10.6 | 11.5 | 9.3 | 5.1 | 0.7- |
| تونس | 7.9 | 6.3 | 13.1 | 12.9 | 4.5 | 3.7 |
| الجزائر | 10.7 | 5.9- | 13.8 | 3.1 | 3.9 | 5.7 |
| السعودية | 16.6 | 21.8- | 5.0 | 10.7 | 5.3 | 5.1 |
| عمان | 12.3 | 22.6- | 11.3 | 4.7 | 3.2 | 3.4 |
| لبنان | 15.8 | 16.1 | 12.1 | 19.6 | 4.5 | 2.8 |
| مصر | 5.8 | 16.4 | 12.4 | 9.5 | 11.1 | 11.8 |
| المغرب | 5.8 | 6.9 | 4.8 | 7.0 | 0.9 | 1.0 |
| موريتانيا | 25.1 | 7.0- | 11.0 | 15.2 | 6.3 | 2.2 |
| اليمن | 12.8 | 6.0- | 9.2 | 10.6 | 12.1 | 3.7 |

المصدر: قاعدة البيانات الإحصائية لصندوق النقد الدولي IFS، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي 2011.

كما تشير البيانات المتعلقة بمكونات السيولة المحلية بالنسبة للدول العربية كمجموعة خلال عام 2010 إلى ارتفاع الأهمية النسبية لكتلة النقود (العملة المتداولة، ووسائل الدفع الجارية) بنحو 1.82 نقطة مئوية لتمثل 49.3% من إجمالي السيولة المحلية، مقابل انخفاض الأهمية النسبية لشبه النقود (الودائع غير الجارية والودائع بالعملات الأجنبية). أما على مستوى الدول العربية فراد، سجلت ثلاثة عشر دولة عربية ارتفاعاً في الأهمية النسبية لكتلة النقود مقابل انخفاض في كتلة شبه النقود، وتأتي السعودية في مقدمة تلك الدول بارتفاع في كتلة النقود قدره 7.2 نقطة مئوية، في حين كان أقل ارتفاع في كتلة النقود في الجزائر بأقل من نقطة مئوية. في المقابل، سجلت ست دول عربية انخفاضاً في كتلة النقود مقابل ارتفاع في كتلة شبه النقود، وهي

الأردن، الإمارات، البحرين، السودان والمغرب واليمن. وفي المقابل عادت الضغوط التضخمية للارتفاع نتيجة لزيادة تكلفة استيراد المواد الغذائية ومستلزمات الإنتاج، وزيادة الطلب المحلي في عدد من الدول العربية. "كما تبين أن العديد من الدول التي يزيد فيها معدل نمو السيولة المحلية عن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية قد شهدت ارتفاعا في معدل التضخم، والعكس صحيح في الدول التي يقل فيها معدل نمو السيولة عن معدل نمو الناتج. وقد يعزى عدم تراجع التضخم في الدول التي يقل فيها معدل نمو السيولة المحلية عن معدل نمو الناتج في غالبية الأحوال إلى بداية تعافي الاقتصاد العالمي خلال عام 2010، وانتقال التضخم المستورد من الدول الشركاء التجاريين الرئيسيين"². "ويتبين مما سبق أن الاقتصاديات العربية شديدة التأثر بالتغيرات في الاقتصاد العالمي، فهي من أكثر الاقتصاديات انكشافا على الاقتصاد العالمي حيث تمثل التعاملات الاقتصادية مع العالم نسبة كبيرة من الناتج الإجمالي المحلي العربي. ويرجع ذلك لعدة أسباب، أهمها التركيز الشديد للصادرات العربية على النفط الذي يشكل حوالي 70% من الصادرات العربية الإجمالية. كما أن الواردات العربية أيضا تتركز في معدات النقل بنسبة 32% من إجمالي وارداتها والسلع الغذائية بنسبة 18%، ومن ثم فإن التغير في أسعار تلك المنتجات أوفى الطلب عليها يؤثر بشكل حاد على اقتصاديات الدول العربية"³.

1-2) الأوضاع المؤسسية وأحدث التطورات في الأسواق المالية العربية

إن بورصة الأوراق المالية في الدول العربية تعد من بورصات الأوراق المالية الناشئة حديثة العهد، على الرغم من التاريخ القديم لبعض الدول مثل مصر في نشأة بورصة الأوراق المالية بها، إلا أن الخبرة العملية وحجم التداول والأدوات المالية المتداولة يجعلها تصنف ضمن أسواق المال الناشئة. فلم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات سوى بلدين لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما مصر ولبنان الذين تم تأسيسهما بين عامين 1899 و 1920، وقبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب ثم تونس سنة 1969 على إقامة بورصة للأوراق المالية تطورا لآلية تسعير القيم المنقولة. وشهد النصف الثاني من السبعينات افتتاح بورصة للأوراق المالية عام 1977 في كل من الكويت، ثم تبعها إنشاء سوق عمان المالية عام 1978، وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988 وسلطنة عمان بإنشاء سوق

مسقط للأوراق المالية عام 1989، وخلال التسعينات تم إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993، ثم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع العام 1995 الذي شهد أيضا افتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام نحو خمسة عشر عاما، وقد شهد عام 1996 افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية كما أن السعودية تطور سوقها للأوراق المالية في الوقت الحاضر وفقا لأسس قانونية حديثة، حيث تم تأسيس سوق تداول سنة 2007.⁴ فبالرغم من كل التطورات التي شهدتها مختلف الأسواق المالية العربية، إلا أن اقتصاد المنطقة وأسواقها المالية يمران في مرحلة مفصلية في ضوء الأزمة المالية العالمية التي بدأت تداعياتها تظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في منتصف عام 2007 وكذا التقلبات السياسية التي تشهدها المنطقة، والتي أدت إلى تعثر القطاع المالي وإلى أزمة سيولة وتراجع تدفقات رؤوس الأموال حول العالم، وتهاوي أسواق الأوراق المالية العالمية إلى مستويات لم تشهدها بعض البورصات منذ ثمانينيات القرن الماضي. في حين يشهد الاقتصاد العالمي في عامي 2010 و2011 بداية التعافي من الأزمة المالية العالمية التي تفاقمت أعراضها خلال عامي 2008 و2009. فكانت انعكاسات التطورات الاقتصادية على اقتصاديات الدول العربية متباينة حسب درجة انفتاحها وارتباطها بالاقتصاد العالمي. فبالنسبة للدول العربية المنتجة والمصدرة الرئيسية للنفط (دول مجلس التعاون الخليجي وليبيا والجزائر والعراق) فقد تأثرت اقتصادياتها بصورة إيجابية من جراء ارتفاع أسعار النفط العالمية وزيادة الطلب العالمي على السلع الأولية الأخرى، ولقد شهدت اقتصادياتها زيادة ملحوظة في الصادرات النفطية، والتي انعكست إيجابيا على معدلات النمو فيها. أما فيما يتعلق بالدول العربية الأخرى، فقد أثرت موجة ارتفاع أسعار السلع الأولية كالنفط الخام الذي تستورده العديد من هذه الدول وكذلك أسعار السلع الغذائية إلى زيادة قيمة وارداتها وتدهور العجز في موازينها التجارية.⁵

3-1 دور أسواق الأوراق المالية العربية في دعم إمكانيات التنمية

تلعب أسواق رأس المال دورا مهما في التنمية وخاصة في الدول التي تواجه عجزا تمويليا في العملات الأجنبية وانخفاض الادخار المحلي. غير أن نتائج الدراسات الاقتصادية التي أجريت حول أهمية سوق الأوراق المالية في الدول العربية عرفت اختلافا بين مؤيد ومعارض للدور الاقتصادي ومساهمة الأسواق المال العربية في دعم إمكانيات التنمية. فبالنسبة ل (عاكوم،

2009⁶ فقد اعتبر أن الأسواق الأوراق المالية العربية قد خطت نمت بشكل كبير خلال السنوات القليلة الماضية، حيث تضاعفت القيمة السوقية لهذه الأسواق، وارتفعت أحجام التداول، وازداد عدد الشركات المدرجة فيها. إلا أنه نتيجة تطور الأسواق المالية الدولية والمحلية بشكل مستمر واستحداث أدوات مالية جديدة والتنوع المستمر في الحاجات التمويلية لقطاع المال، وفي ظل تزايد العولمة المالية، تجد السلطات المعنية بتطوير الأسواق المالية في المنطقة نفسها بحاجة دائمة لمجاعة هذا التغيير وتطوير هيكلها التنظيمية والنظم الرقابية التي تطبقها على هذه الأسواق. كما أن دراسة (Eltony and Babiker, 2005)⁷ تؤكد على أنه حتى تقوم الأسواق المالية العربية بالدور المطلوب منها لا بد من تفعيل المؤسسات المالية الناشطة حيث تبين تجربة تطوير الأسواق تلعب دورا حيويا في عملية تحديث القطاع المالي العربي، وهو ما يؤكد مفهوم أن المؤسسات القوية والفعالة هي أحد المكونات الهامة لنمو أسواق المال القوية والراسخة، حيث أن الزيادة الصغيرة في جودة المؤسسات تؤدي إلى تحسن كبير في الأسواق المالية. كما توصلت دراسة (جاد الله، 2007)⁸ إلى أن السمات الأساسية لهذه الأسواق والعقبات والمشاكل التي تواجهها وانعدام وسائل الربط فيما بينها هي التي تحول دون قيامها بالدور النشط المناط بها في جمع المدخرات المحلية المتاحة والممكنة بدرجة من الكفاية واستخدامها على نحو رشيد وفعال في مشروعات التنمية، فضلا عن إيجاد قنوات الربط بين البورصات العربية وتحقيق التعاون والتنسيق فيما بينها مسألة تستلزمها اعتبارات تنمية قومية لاستيعاب المال العربي. وفي نفس الإطار خلصت كل من (مفتاح ومعارفي، 2010)⁹ إلى أن الدول العربية شهدت تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكلية لأسواق الأوراق المالية، والتي انعكست بشكل إيجابي في نمو رسة هذه الأسواق وحجم التداول فيها، إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب وتظهر الثغرات متباينة بين الأسواق العربية في شكل معوقات تحول دون كفاءتها.

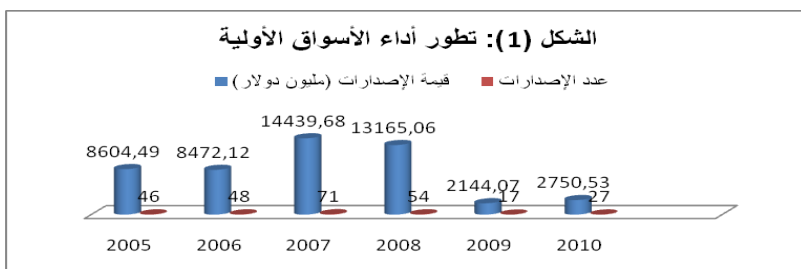
2) تقييم أداء أسواق الأوراق المالية العربية

تقييم أسواق الأوراق المالية العربية يكون من خلال دراسة مختلف مؤشرات الأداء.

1-2) تقييم أهم مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية

1-1-2) أداء الأسواق الأولية والإصدارات

شهدت أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم تراجعاً ملحوظاً خلال عام 2009 عما كان عليه نشاط هذه الإصدارات في السنوات السابقة. ويعكس ذلك تأثير الأزمة المالية العالمية



وتراجع الثقة بالأسواق المالية. وتظهر البيانات أن عدد الإصدارات الأولية قد انخفض من 71 إصداراً جديداً خلال عام 2007 إلى 54 إصداراً خلال عام 2008، ثم إلى 17 إصداراً جديداً خلال عام 2009، وهو العدد الأقل من الإصدارات الأولية منذ بداية عقد التسعينات - أنظر الشكل (1) -.

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أعداد مختلفة. ومن ثم عادت أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم تحسنها خلال عام 2010، مقارنة مع العام الماضي. ويعكس ذلك انحسار تأثير الأزمة المالية العالمية وتحسن الثقة بالأسواق المالية العربية. حيث تظهر البيانات بالشكل أعلاه أن عدد الإصدارات الأولية قد ارتفع خلال هذا العام ليبلغ 27. وقد بلغت القيمة الإجمالية لهذه الإصدارات حوالي 2.7 مليار دولار خلال عام 2010، بارتفاع بلغت نسبته نحو 28% عن قيمة تلك الإصدارات في العام السابق. كما يلاحظ أن عدد وقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية كان قد بلغ ذروته في عام 2007، حيث بلغ عدد الإصدارات 71 إصداراً، وبلغت قيمتها نحو 14.4 مليار دولار - أنظر الشكل (1) - ولم يقتصر التراجع على عدد وقيمة الإصدارات الأولية بل شمل أيضاً نسب تغطية هذه الإكتتابات التي عكست شح السيولة ومخاوف المستثمرين. فقد بلغ متوسط هذه التغطية في عام 2009 نحو 4.9 مرة فقط مقارنة بحوالي 14.7 مرة في عام 2008، علماً بأن هذا المتوسط

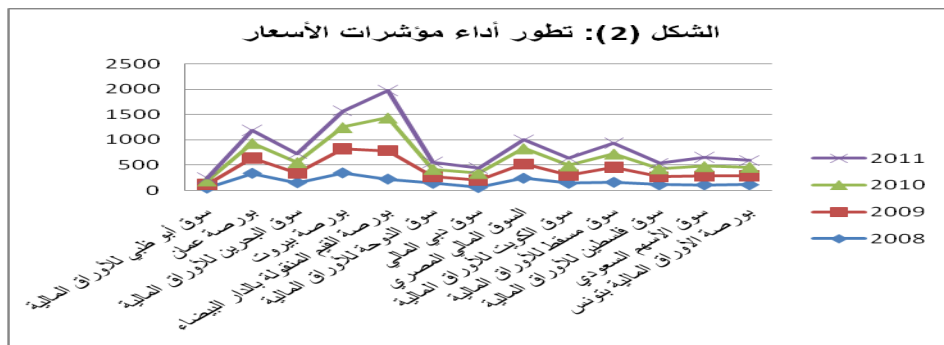
كان قد وصل أعلاه خلال عام 2005 حين بلغ أكثر من 41 مرة، وهو العام الذي تميز بتزايد الاهتمام بأسواق الإصدارات الأولية العربية في ظل اندفاع المصارف في تقديم تسهيلات ائتمانية واسعة للمكاتب، وبوجه خاص، في دول مجلس التعاون الخليجي¹⁰. وفي العموم يمكن الاستنتاج أنه بالرغم من هذا النمو إلا أن أسواق الإصدارات الأولية لا تزال أقل من مستوياتها قبل الأزمة المالية العالمية (2005 و 2006)، والتي بلغت في المتوسط نحو 58 إصدارا وبتوسط قيمة إجمالية 12.03 مليار دولار.

2-1-2 أداء الأسواق الثانوية ومؤشرات الأسعار

إن التراجع لا يزال غالبا على أداء معظم أسواق الأسهم العربية، وإنما بنسب متفاوتة بسبب التطورات السياسية في بعض الدول والتي كان تأثيرها سلبيا على المؤشرات المالية والاقتصادية والنظرة المستقبلية في المدى المتوسط لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

الشكل (2)- تطور أداء مؤشرات الأسعار في مختلف الدول العربية في السنوات

2008 وإلى غاية 2011:



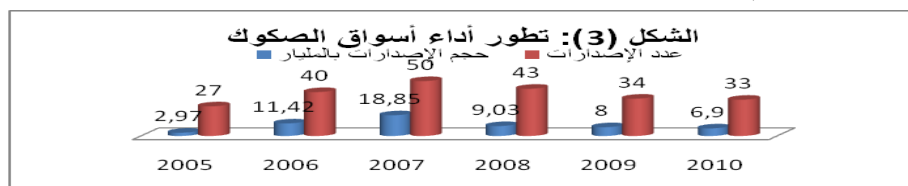
حيث يلاحظ النمو الطفيف من سنة إلى أخرى لتبلغ المؤشرات أعلى مستويات لها عام 2011 وهو ما يؤكد فكرة بداية الخروج والتعافي من الأزمة المالية العالمية الأخيرة - مع بقاء مستوياتها ضعيفة مقارنة بفترة ما قبل الأزمة -. كما وسجلت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء أعلى مستوى بقيمة 544.85 نقطة خلال الثلاث أعوام الماضية، في حين وافقت سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق الأسهم السعودي لأقل معدلات في المؤشر في الأعوام المذكورة وذلك راجع لشدة تأثيرها بمخلفات الأزمة. وكتحليل للأداء الضعيف لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة

السابقة فإن استمرار الأجواء المترتبة عن الثورات العربية وفقا للتوقعات هو السبب الذي انعكس سلبا على أداء أسواق المال. وأن الضغوط السلبية نتيجة عمليات هروب رؤوس الأموال الأجنبية والبيع بسبب عدم الاستقرار في المنطقة كانت الدافع وراء الهبوط الحاد في مؤشرات أسواق الأسهم العربية. فقد فقدت تلك الأسواق في مجملها نحو 12 مليار دولار لتصل قيمتها السوقية إلى 946 مليار دولار في نهاية التداولات. حيث أن الخسائر في القيمة السوقية التي تكبدتها بورصتا السعودية والكويت خلال الفترة نفسها شكلت الجزء الأكبر من خسائر الأسواق العربية حيث خسرت 9.4 مليار دولار و 6.7 مليار دولار على التوالي، بينما انخفضت القيمة السوقية لبورصة تونس بنسبة 7.9% أو ما يعادل 738 مليون دولار خلال الفترة نفسها. كما سجلت البورصة المصرية بالمقابل "ارتدادا جيدا" حيث تمكنت من تعويض بعض الخسائر التي لحقت بها منذ بداية ثورة 25 يناير) إذ ارتفعت بنسبة 8.41% أو ما يعادل 5.7 مليار دولار لتصل قيمتها السوقية إلى 73.1 مليار دولار¹¹. وفي مقارنة بين الأسواق الخليجية والعربية الأخرى فإن أسواق الأسهم الخليجية كانت أكثر تأثرا وخسارة من نظيراتها العربية منذ بداية العام الجاري، حيث بلغت حصتها 62% من إجمالي خسائر القيمة السوقية للأسواق العربية مجتمعة، وبحجم خسارة بلغت 23.2 مليار دولار لتصل إلى 754 مليار دولار في نهاية التداولات. وذكر أن حصة الأسواق المالية العربية الأخرى بلغت 38% وبخسارة وصلت إلى 14.4 مليار دولار، وبحسب التداولات المسجلة فقد كان أكبر المتضررين بورصة الكويت حيث فقدت نحو 15.6 مليار دولار من قيمتها السوقية منذ بداية العام لتصل إلى 115.2 مليار دولار¹².

2-1-3) أداء أسواق الصكوك

تواصل تراجع نشاط إصدار الصكوك في الدول العربية خلال العام 2010، وللعام

الثالث على التوالي.



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أعداد مختلفة.

حيث تظهر البيانات المجمعة - أنظر الشكل (3) - تراجع إصدار الصكوك في الدول العربية بنسبة 13.8% لتبلغ القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك حوالي 6.9 مليار دولار خلال عام 2010 مقابل 8 مليار دولار خلال العام السابق. وتراجع العدد الإجمالي لإصدارات المنطقة العربية بشكل بسيط، حيث بلغ عدد الإصدارات من الصكوك خلال عام 2010 نحو 33 إصدارا مقارنة مع 34 إصدارا خلال العام الماضي. حيث وصلت هذه الإصدارات إلى مستوى قياسي سنوي قبل اندلاع الأزمة المالية خلال عام 2007، حيث بلغ عدد إصدارات المنطقة العربية 50 إصدارا خلال ذلك العام بقيمة إجمالية بلغت حوالي 18.9 مليار دولار 2007. وتجدر الإشارة أن القيمة الإجمالية للإصدارات من الصكوك في المنطقة العربية بلغت حوالي 57.2 مليار دولار (227 إصدار) خلال الفترة 2005-2010، متجاوزة بذلك الإصدارات من جميع الأدوات المالية الأخرى. ويعزى انخفاض وتيرة الإصدارات من الصكوك والتراجع النسبي في الإقبال عليها إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى عامل آخر برز في الفترة الأخيرة، يتعلق ببعض المشاكل القانونية التي قللت من جاذبية الصكوك مقارنة مع السندات¹³. والجدير بالذكر أن إصدار الصكوك في الدول العربية قد انحصر في دول مجلس التعاون الخليجي (الإمارات والسعودية والبحرين وقطر). وقد تصدرت السعودية المرتبة الأولى من حيث قيمة إصدارات الصكوك خلال عام 2010، بنحو 3.003 مليار دولار، تلتها قطر بقيمة إجمالية بلغت 2.123 مليار دولار، فالإمارات بنحو 1.084 مليار دولار، ثم البحرين بنحو 0.700 مليار دولار. أما فيما يخص نوع الصكوك المصدرة في الدول العربية خلال عام 2010، فقد احتلت صكوك الإجارة أو التأجير المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدار بنحو 2.44 مليار دولار، تلتها صكوك الاستثمار بنحو 1.87 مليار دولار، ثم صكوك المشاركة بنحو 0.75 مليار دولار، فصكوك المراجعة بنحو 0.52 مليار دولار، ثم صكوك السلم والوكالة بالاستثمار مجتمعة بنحو 1.33 مليار دولار¹⁴.

2-2) خصائص الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية

إن تحليل خصائص سوق الأوراق المالية في الدول العربية يكشف عن الكثير من السمات المميزة لاقتصاديات هاته الدول ذلك أن أسواق المال والبورصات تعرف دائما بأنها مرآة للوضع

الاقتصادي للدول. من أهم هذه المميزات نجد محدودية الطلب على الأوراق المالية وعرضها، مما يعرض أسعار تلك الأوراق إلى تقلبات عنيفة يقودها قلة من المضاربين، ولذلك فإن سوق الأوراق المالية في معظم هذه الدول قد انحرفت عن أداء دورها في تعبئة مدخرات صغار المدخرين وكبارهم لتمويل الاستثمار الحقيقي إلى سوق يسودها مضاربات غير مبررة على أسعار الأوراق، بحيث أصبحت تجارة الأسهم كأوراق هدفا في حد ذاته وخصصت لها مليارات من الأرصدة، مع ندرة الأرصدة التي تخصص من خلال هذا السوق لتمويل الاستثمار الحقيقي. كما أن تركيبة المستثمرين في الأسواق الناشئة ومنها بالتحديد الأسواق العربية تتوزع بين 30% للمؤسسات المالية و70% للمستثمرين الأفراد، هذه حالة عكس ما يحدث في الأسواق العالمية حيث أن هذا التوزيع الخاص يسمح لغلبة المضاربات التي تؤدي لاهتزازات عنيفة للمؤشرات أو لتحكم بعض الأفراد في اتجاهات أسعار الأسهم صعودا وهبوطا، النتيجة أن تحركات الأفراد هي الفاعل الأهم والمشكلة أن هذه الحالة تساعد أكثر على وجود المضاربات العشوائية ونشر الشائعات وبالتالي ضعف الاعتماد على التحليلات الفنية لاتجاهات الأسهم¹⁵. وإجمالا يمكن حصر أهم خصائص الاستثمار في الأسواق المالية العربية في النقاط الآتية:¹⁶

أولا: ضآلة حجم السوق والتي تشمل قلة الأسهم الواعدة مقارنة بالحجم الإجمالي للأسهم المدرجة، وارتفاع نسبة نصيب القطاع العام أو قلة من الأفراد في ملكية الشركات العامة، وتتركز الأوراق المالية المتداولة في الأسهم العادية فقط وقلة عدد الشركات المدرجة.

ثانيا: ارتفاع درجة تركيز التداول في عدد قليل من أسهم الشركات المدرجة. وترجع أهم أسباب ارتفاع درجة تركيز التداول إلى ضيق حجم الاقتصاديات العربية وتركيزها في قطاعات محدودة.

ثالثا: ضعف فرص التنوع، إذ تتصف البورصات العربية بضعف فرص التنوع المتاحة للمستثمرين فيها بسبب تركيزها على الأسهم العادية من دون وجود بدائل والمتمثلة في الصكوك، والسندات والمشتقات المالية، الأمر الذي يقلل تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر متدنية.

رابعا: التقلبات الشديدة في الأسعار، فمن أهم أسباب التقلبات الشديدة لأسعار الأسهم في البورصات العربية، تركيز التداول في أسهم محدودة مع عدم ارتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات وضعف الإطار الرقابي والتنظيمي لبعض الأسواق العربية.

3-2) معوقات الاستثمار في الأسواق المالية العربية

يواجه عدد من الأسواق المالية العربية بعض معوقات الاستثمار في هاته الأسواق المالية ترجع معظمها إلى الافتقار للخبرات الإدارية القادرة على إدارة مؤسسات مالية متطورة وتقديم خدمات استثمارية متنوعة والتكيف السريع مع التطورات التكنولوجية الحديثة، بالإضافة إلى وجود نقص كبير في الأطر القانونية والتنظيمية بالأسواق المالية وعدم قدرة تلك المؤسسات على الاستجابة لمتطلبات استثمار الفوائض المالية مما أدى إلى إعادة تدوير رؤوس الأموال العربية عبر أسواق المال الأوربية والمصارف الدولية.

وإضافة إلى هذه الخصائص والتي تعتبر في نفس الوقت عوائق لنمو أسواق المال العربية، هناك العديد من المعوقات على مستوى الأقطار العربية مجتمعة والتي أدت إلى ضعف وضآلة التعاون بين هذه الأسواق والتي يمكن إيجازها في:¹⁷

- عدم الاستقرار السياسي في المنطقة العربية؛
- ضعف الطاقة الاستيعابية في الوطن العربي، مع قصور في البنية الأساسية اللازمة لقيام مثل هذه الأسواق في ظل عدم نمو الاقتصاد العربي النمو الملائم الذي يساعد على تطور سوق المال؛
- ضعف العلاقات الاقتصادية العربية عامة والمالية خاصة، الناجمة عن تشابه وضعف الهياكل الإنتاجية؛
- الاعتماد المباشر على الفوائض البترولية في تمويل عمليات التنمية، دون العمل الجدي على التعبئة الكاملة لموارد المجتمع العربي الادخارية؛
- سوء توزيع الدخل على مستوى الوطن العربي، إلى جانب ضعف ادخار ذوي الدخل المتوسط والمنخفضة مع اتجاه أصحاب الدخل المرتفعة إلى الاستثمار المباشر دون المرور بأسواق المال؛
- الارتباط الكبير بأسواق المال الدولية، نظرا لاحتفاظ الدول العربية بمدخراتها واستثماراتها بالدول الصناعية المتقدمة؛
- عدم نمو القطاع الخدمي بالكفاءة اللازمة لقيام مثل هذه الأسواق، مع نقص خبرة القائمين عليها، وصغر حجمها وارتفاع تكاليفها، وعدم قدرتها على التكيف مع المستجدات العالمية.

كما لخص (جاسم، 2007)¹⁸ بعض التحديات الميكانيكية التي تواجه بالخصوص البورصات الخليجية فيما يلي:

- محدودية الفرص الاستثمارية: يرغب المستثمر الخليجي في الحصول على العائد السريع، الأمر الذي يحدد من الفرص الاستثمارية المتوافرة له؛
- معدلات الفائدة: تشكل عملية استيراد معدلات الفائدة السائدة من الولايات المتحدة مسألة لا حل لها بسبب ارتباط العملات بالدولار؛
- كثرة الاكتتابات الأولية: تساهم ظاهرة الاكتتابات الأولية في عمليات بيع بعض الأسهم الأمر الذي يخل بقانون العرض والطلب؛
- تصرفات صغار المستثمرين: المؤكد أن بعض المستثمرين سوف لن يتمكنوا من قبول تراجع قيمة أصولهم ما يعني استعدادهم للتخلص من بعض أسهم بشكل سريع نسبيا؛
- العوامل النفسية: سوف تترك العوامل النفسية أثرها على القرارات التي يتخذها المستثمرون وذلك نظرا لسهولة تناقل الأخبار والشائعات.

3) آليات تفعيل البورصات العربية

تواجه الأسواق المالية العربية عوائق مختلفة تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية استثمارية مربحة ذات الكفاءة العالية والفعالية.

3-1) عوامل وآليات تنشيط أسواق الأوراق المالية العربية:

أصبح من الضروري البحث على سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أداؤها بالمستوى المطلوب، على هذا الأساس سيتم تقديم فيما يلي مجموعة من العوامل التي تدعو إلى ضرورة الأخذ بها لتطوير البورصات العربية ورفع مستوى كفاءتها:

1. توجيه اهتمام أكبر بالسوق الأولية "سوق الإصدار": وذلك من خلال العمل على تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الاقتصاد الوطني، عن طريق منحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية، وضمان توزيع أسهمها على عدد أكبر من المدخرين الأفراد، ووضع حدود قصوى للملكية وأيضا وضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشركات المساهمة إلى ملكية محدودة¹⁹.

2. الربط والتعاون بين البورصات العربية: بإنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة توفر المعلومات الحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق، أيضا إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية تساعد كثيرا على انفتاح الأسواق المالية العربية وزيادة ارتباطها ضمنا لتدفق رؤوس الأموال.
3. أهمية تطوير التشريعات وتحديثها: وذلك بتعزيز الدور الرقابي للسوق من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها، والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق، وتتضمن عمليات الرقابة تلك ما يلي: الرقابة على الشركات المدرجة في السوق، الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار والرقابة على التداول²⁰.
4. دعم تطوير الهياكل المؤسسية للأسواق: وخاصة ما تعلق بجانب الوساطة المالية، وإتاحة الفرصة للمصارف للقيام بذلك الدور، بالاعتماد على ما يتوفر لديها من موارد وكفاءات فنية وشبكات فروع واسعة. كما يتطلب الأمر تطوير الكفاءات الفنية الأخرى المؤهلة في المجالات المالية والمحاسبية والقانونية المتعلقة بعمل هذه الأسواق، علاوة على دعم الهيكل التنظيمي للمؤسسات المالية والمصرفية وهذا ما يسمح لها من الابتكار بتوفير الأدوات المالية الجديدة والمبتكرات بما فيها المشتقات المالية المختلفة بما يتناسب واحتياجات المستثمرين، مثل: صناديق الاستثمار، والسندات القابلة للتحويل، وغيرها. كما ولا بد من تنظيم نشاط السمسرة ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها، وهذا يتطلب تنظيم دورات تدريبية لرفع مستوى أداء هؤلاء مهنييها، ولعل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنويع اختصاصاتهم كإدارة المحافظ الاستثمارية²¹.
5. ضرورة تشجيع الاتجاه نحو الاستثمار في شركات المساهمة: وذلك من خلال تخفيف المستثمرين على اللجوء للاستثمار في أسهم هذه الشركات وتشجيع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وقد يكون هذا التشجيع من خلال إعطاء مزايا وإعفاءات ضريبية على عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة، أو من خلال تبسيط الإجراءات الخاصة بتحويل عوائد الأسهم إلى الخارج.

6. ضرورة العمل المستمر على تعميق الوعي الاستثماري: تعميق الوعي الادخاري والوظيفي خاصة لدى صغار المدخرين وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار في الأوراق المالية وهذا يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي بمختلف وسائل التوعية والاتصال، وهذا ربما يكون البداية الصحيحة في اتجاه تشجيع وتنمية البورصات²².

7. خلق الثقة في السوق المالي العربي: من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة التي لا تفيد الاقتصاد الوطني ولا تضيف قيمة مضافة حقيقية آلية، وكذلك الإشهار التام عن أنشطة الشركات المساهمة المتداول اسمها في السوق بما يسمح للمستثمرين من فهم كامل لاستثماراتهم، وتقييم قراراتهم على أسس سليمة، ويعد مبدأ "الإفصاح والشفافية" ركنا أساسيا من أركان سلامة المعاملات في البورصة، ويفترض أن توفر الشفافية في نشر البيانات والمعلومات الكافية عن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة بالإضافة إلى القوائم المالية المنشورة. لهذا فقد آن الأوان لتتجاوز الشركات المساهمة مبدأ السرية في نشر بياناتها التفصيلية التي يجب نشرها بنص القانون، بحيث تقوم الشركات المساهمة بإعداد بيان دوري (شهريا مثلا) يوضح فيه تطور الأداء، ثم إعداد نشرة تفصيلية بأية أحداث اقتصادية كبرى ذات مردود سلمي أو إيجابي على الشركة.

8. مواجهة مشكلة صغر حجم البورصات: وذلك يحتاج إلى حزمة من الحلول تتضمن معالجة صغر متوسط رأس المال السوقي بوضع حد أدنى للحجم كشرط لتقيد الشركات في البورصة، كما يمكن مواجهته بالدعوة لإدماج الشركات الصغيرة وفتح الشركات المعلقة العائلية. أما مواجهة مشكلة انخفاض عدد الأسهم الجيدة، فيمكن معالجته من خلال الإسراع بربط الأسواق العربية وفتحها للتداول الإقليمي، الأمر الذي سيساعد بدوره على نموها، وجذب المستثمر الإستراتيجي الذي لديه القدرة على تحسين أداء الشركة إذا تمكن من حيازة حصة ملائمة من رأسمال الشركة، وهذا في ظل حاجة البورصات العربية للتكامل والتنسيق بغرض توسيع نطاق أسواق المال (الأوراق المالية والعملات والأسواق النقدية)، لذلك يجب توفير آليات جديدة لربط البورصات العربية بشبكة للمعلومات المالية تساعد المستثمرين والمقترضين والوسطاء الماليين على اتخاذ قرارات تداول الأوراق المالية بكفاءة عالية²³.

2-3) بعض التجارب الناجحة لبعض الأسواق العربية:

واصلت الهيئات والسلطات الإشرافية خلال عام 2010 جهودها على صعيد تعزيز القدرات الرقابية وأدائها وتوفير الحماية للمتعاملين. فعلى صعيد تطبيق مبادئ الحوكمة السليمة والالتزام بها، أدخلت السعودية في حيز التنفيذ الإلزامي بعض التعديلات المعتمدة على لائحة حوكمة الشركات، وذلك فيما يخص العضو المستقل ولجنة المكافآت. وفي الأردن، أصبح يتعين على الشركات المساهمة تضمين فصل خاص في تقاريرها السنوية حول تطبيق الحوكمة. وفي سلطنة عمان، يواصل مركز عمان للحوكمة نشاطه التدريبي لتأهيل أعضاء الإدارات العليا. وفي الإمارات، باشرت هيئة الأوراق المالية والسلع إرسال بعثات ميدانية للتحقق من الالتزام بمعايير الحوكمة المعتمدة. كما أدخل عدد من الهيئات تعديلات على لوائحها بهدف تعزيز جوانب الحماية كما هو الحال في مصر، حيث صدرت مجموعة من الضوابط الجديدة منها ما يتعلق بتنظيم نشاط شركات الاستشارات المالية. وفي البحرين، حرصت البورصة على إدخال المزيد من التيسير في نشاط التداول، من خلال تعليمات ميسرة بشأن تداولات الأشخاص الرئيسيين دون الإخلال بمتطلبات الالتزام بالمعايير الرقابية. وفي قطر والمغرب على صعيد تعديل الحدود السعرية إلى جانب الإمارات، حيث جرى فتح باب الترخيص للتداول بالهامش.

ومن التطورات الهامة خلال عام 2010، التي اتخذتها هيئات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي في الربع الأخير من عام 2010، الخطوات الأولية على صعيد مشروع نظام موحد لإدراج الأسهم، وتبني لوائح موحدة لإصدار وطرح الأوراق المالية²⁴.

إضافة إلى أن البورصة المصرية ستشهد خلال الفترة القادمة تطبيق نظام اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها وهو ما يعرف بـ"Short Selling"، وسيقتصر تطبيقها في البداية على الصناديق التي تعمل كصانع سوق، والتي سيتم الترخيص لاثنتين منهما للعمل في السوق، وسيقترن بدء عملهما في السوق مع تفعيل نشاط هذه الآلية. حيث أنه من أهم المزايا التي ستعود بها على المستثمر طويل الأجل فبدلا من أن تكون الكوبونات أو التوزيعات المجانية هي العائد الوحيد الذي يمكنه تحقيقه فإنه كذلك سيتمكن من تحقيق عائد سيتحقق من خلال قيامه بإقراض أسهمه

مقابل عائد. كما أن هذا النظام أو آلية الشورت سيلينج ستسهم في زيادة عدد الصفقات المنفذة في السوق وبالتالي زيادة أحجام وقيم التداول بالإضافة إلى جذب استثمارات خارجية جديدة²⁵.

3-3 مشروع تكامل الأسواق المالية العربية:

تعود بداية مشروع تكامل الأسواق المالية العربية إلى عام 1976 عندما أوعزت القمة العربية الثامنة إلى مجلس الوحدة الاقتصادية العربية دراسة جدوى قيام المشروع. سبق هذا التاريخ مجموعة من المعاهدات كمعاهدة الدفاع المشترك والتعاون الاقتصادي، واتفاقية السوق العربية المشتركة. وعقب هذا التاريخ مجموعة أخرى من المعاهدات الاقتصادية كالإعلان عن إقامة منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى بحلول عام 2008، وما أعلن مطلع الشهر الحالي في أبوظبي حول تأسيس اتحاد هيئات الأوراق المالية في الدول العربية. وإنه من الأهمية بمكان التعرف على الجدوى الاقتصادية التي تجنيها السوق المالية المحلية عندما تعمل تحت مظلة تكتل مجموعة من الأسواق المالية، ومقارنتها بتلك الجدوى الاقتصادية التي تجنيها عندما تعمل بمفردها.

- يساهم تكامل الأسواق المالية في تقليل التكلفة وزيادة العوائد الاستثمارية: يعود السبب الرئيس إلى دور هذا التكامل في زيادة عدد شركات الوساطة المالية المتاحة أمام المستثمرين، ومن ثم زيادة حدة المنافسة بين هذه الشركات. تجبر هذه المنافسة شركات الوساطة المالية مع مرور الأيام على تنويع خدماتها ومنتجاتها الاستثمارية، وتقليل تكلفة الحصول على هذه الخدمات والمنتجات بهدف الاستحواذ على أكبر عدد ممكن من المستثمرين.

- يساهم تكامل الأسواق المالية أيضا في تقليل درجة المخاطرة الاستثمارية: يعود السبب الرئيس إلى أن تكامل الأسواق المالية يفتح المجال أمام المستثمرين لتنويع محافظهم الاستثمارية من خلال زيادة الفرص الاستثمارية القادمة من أسواق مالية مختلفة.

- تمتد الفوائد الاقتصادية لتلقي بثمارها على الشركات المدرجة: فعلاوة على زيادة عدد شركات الوساطة، وانعكاسات ذلك على تكلفة التمويل، والترتيب المالي، والإدراج، والتداول، فإن تكامل الأسواق المالية يساعد الشركات المدرجة على تحقيق ميزات اقتصادية الحجم والمجال من خلال التواصل مع شريحة عريضة من المستثمرين. يساعد ذلك على زيادة إمكانية الحصول على فرص تمويلية أفضل من تلك الفوائد عندما تدرج أسهم الشركة في سوق مالية منفردة.

- تضاف هيئات الأسواق المالية إلى الفئات المستفيدة من تكامل الأسواق المالية: حيث تستفيد هيئة السوق المالية من تكامل سوقها المالية مع مجموعة من الأسواق المالية في تقليل تكلفة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية. يعود السبب الرئيس إلى أن تكامل الأسواق المالية يسهم في زيادة كفاءة السوق المالية، وتدعيم عمقها المالية، وتوسيع طاقتها الاستيعابية من خلال ما يوفره من السيولة اللازمة لدعم دور السوق المالية في منظومة الاقتصاد المحلي²⁶.

وعلى الرغم من الجدوى الاقتصادية التي تجنيها السوق المالية المحلية عندما تعمل تحت مظلة تكتل مجموعة من الأسواق المالية، إلا أن تاريخ الاتفاقيات والمعاهدات الاقتصادية العربية تحد من فرص نجاح مشروع تكامل الأسواق المالية العربية، حيث يواجه عدد ليس بالقليل من الأسواق المالية العربية مجموعة من التحديات الإستراتيجية. من أهم هذه التحديات كفاءة السيولة المستثمرة في الأسواق المالية العربية، والقيود المفروضة على عدد ليس بالقليل من الأنظمة المصرفية العربية، وتلك المفروضة على التدفقات الاستثمارية من وإلى عدد ليس بالقليل من الاقتصادات العربية. ومشروع تكامل الأسواق المالية العربية هو تطلع اقتصادي محسوس، ومعرفة كفاءة الاقتصادات العربية في تحويل هذا التطلع إلى طموح ستحد تنافسية الأسواق المالية العربية في تفاعلي التحديات واستثمار الفرص المقبلة.

خلاصة:

إن الوضع الاقتصادي الراهن والتحولات المالية المتسارعة تفرض على أسواق الأوراق المالية العربية مواجهة هذه التحديات المفروضة عليها وحصر تأثيرها بالأزمات الخارجية والداخلية قدر الإمكان وذلك يتطلب وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق الفاعلة، وضوابط تحكمية تفرضها المصلحة العامة، حتى لا تتحول البورصة لدى تغير التعاملات فيها إلى مسرح للمضاربات، وتبتعد عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسعات في المشاريع. وبعد دراسة تقييميه لأداء هذه الأسواق المالية يمكن استخلاص جملة من الاقتراحات التي من شأنها رفع كفاءة البورصات العربية:

- تهيئة المناخ الملائم للاستثمار في الدول العربية ونشر الوعي الاستثماري والتعريف بفرص ومزايا الاستثمار المالي لصغار المستثمرين؛
- التطبيق الجيد لحكومية الشركات والذي ينعكس إيجابيا على الأداء الاقتصادي للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية، كما يعمل على ضمان أموال المستثمرين؛
- دراسة إدخال أدوات الاستثمار الحديث في البورصات العربية مثل (عقود الخيار - العقود الآجلة - العقود المستقبلية)، بالإضافة إلى دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية في الأوراق المالية؛
- محاولة وضع مؤشرات للإنذار المبكر مثل (مؤشرات اقتصادية - اجتماعية - سياسية)،
- تنفيذ إجراءات إصلاحية تشريعية وآليات عمل مناسبة وتوسيع قاعدة السوق من خلال طرح أدوات جديدة؛
- دراسة إمكانية فتح البورصات العربية أمام الاستثمار الأجنبي ضمن شروط وضوابط محددة والعمل على وجود صناديق الاستثمار المشترك تحفيزا لذلك، ومناقشة دور صناديق الاستثمار في تنشيط أسواق الأوراق المالية؛
- الإهتمام بشركات الوساطة وصانعي الأسواق لما لهم من دور في الأسواق المالية.

الهوامش والمراجع:

- ¹ التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي، فصل خاص بنظرة عامة على اقتصاديات الدول العربية، 2011، ص 3-4.
- ² التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي، فصل خاص بالتطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، 2011، ص 129.
- ³ نفس المرجع، ص 14.
- ⁴ الهندي، خليل وانطون، الناشف، "العمليات المصرفية والسوق المالية: الجزء الثاني - المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي". المؤسسة الحديثة للكتاب: طرابلس (لبنان)، 2000، ص 263.
- ⁵ التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي (2011)، فصل خاص بالتطورات الاقتصادية الدولية، ص 13.
- ⁶ عاكوم، إبراهيم، "أسواق الأوراق المالية العربي: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية". دراسات إقتصادية، صندوق النقد العربي: الدائرة الاقتصادية والفنية، أبوظبي، الإمارات العربية العدد (9)، 2009.
- ⁷ Eltony.M.N and Babiker M, "Arab Capital Markets Development and Institutions", Journal of Economic and Administrative Sciences. Vol. 21, No.1, 2005, pp 42-63.
- ⁸ جاد الله، محمد، "الآفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة الاقتصادية". ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات. جامعة الإمارات العربية المتحدة المنعقد بتاريخ 6 - 8 مارس 2007.
- ⁹ مفتاح، صالح ومعاري، فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها". مجلة الباحث عدد 07 / 2009-2010. جامعة محمد خيضر بسكرة، 2010، ص 181-194.
- ¹⁰ التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي، فصل خاص بالتطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، 2010، ص 157.
- ¹¹ تقرير اقتصادي متخصص خاص بتحليل أداء أسواق الأسهم العربية الصادر من قبل شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول "كامكو" بعنوان "في عام الثورات الشعبية... أسواق الأسهم العربية تخسر أكثر من 37.7 مليار دولار" بتاريخ 16.06.2011.
- ¹² مقال بعنوان "38 مليار دولار خسائر أسواق الأسهم العربية منذ بداية 2011" متوفر على الموقع الإلكتروني الآتي:
<http://www.alarabiya.net/articles/2011/06/16/153463.html>
- ¹³ التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي، فصل خاص بالتطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، 2011، ص 162.
- ¹⁴ نفس المرجع، ص 145.

- ¹⁵ أحمد بشتو والسيد الصيفي أستاذ التمويل والاستثمار بكلية الدراسات الإسلامية بمؤسسة قطر التعليمية وجامعة الإسكندرية، حلقة بعنوان "أداء أسواق المال العربية ومستقبلها"، على الجزيرة نت تاريخ الحلقة 4.10.2010.
- ¹⁶ تقرير صادر عن المعهد العربي للتخطيط بعنوان "الأسواق العربية تعاني ضعف فرص التنويع"، بتاريخ 2011.10.07.
- ¹⁷ جابر، محمد محمد عبد الجواد (2007). "تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي". ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات. جامعة الإمارات العربية المتحدة المنعقد بتاريخ 6 - 8 مارس 2007.
- ¹⁸ جاسم، حسين، "التحديات الهيكلية التي تواجه البورصات الخليجية". ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات. جامعة الإمارات العربية المتحدة المنعقد بتاريخ 6 - 8 مارس 2007.
- ¹⁹ الهندي، خليل وانطوان، الناشف، "العمليات المصرفية والسوق المالية: الجزء الثاني - المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي" (2011)، ص 259، 260، مرجع سبق ذكره.
- ²⁰ وصاف، عتيقة وعاشور، سهام. "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها". جامعة محمد خيضر - بسكرة.
- ²¹ المنذري، سليمان، مقال بعنوان "البورصات العربية.. وصفة للعلاج"، متوفر على الموقع الإلكتروني الآتي:
<http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article6.shtml>
- ²² الهندي، خليل وانطوان، الناشف، "العمليات المصرفية والسوق المالية: الجزء الثاني - المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي"، 2000، ص 260، 261، مرجع سبق ذكره.
- ²³ السيسي، صلاح الدين حسن، "الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم: تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة". الطبعة الثالثة. دار الكتب: القاهرة، 2003، ص 149.
- ²⁴ التقرير الإقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي (2011)، فصل خاص بالتطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، ص 145.
- ²⁵ كلمة الأستاذ محمد عبد السلام رئيس البورصة المصرية خلال مشاركته في ورشة العمل المنعقدة مساء الثلاثاء الموافق 19 يوليو 2011 والتي نظمتها الجمعية المصرية للأوراق المالية بغرض مناقشة كافة الرؤى بشأن تفعيل آلية الشورت سيلينج في السوق المصري / البورصة المصرية.
- ²⁶ بن ناصر الحديد، محمد (2008). مقال بعنوان "لخوسوق مالية عربية موحدة"، متوفر على الموقع الإلكتروني للإقتصادية الإلكترونية، العدد 5366 بتاريخ 20.06.2008، www.aleqt.com