

## مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية ومتطلبات تفعيلها

أ. بهوري نبيل - جامعة المدية (الجزائر)

**nabilbahouri@hotmail.fr**

أ.د. بوفاسة سليمان - جامعة المدية (الجزائر)

**slimane\_fassa@yahoo.fr**

### ملخص:

يعالج هذا البحث موضوع مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية (البورصات) في ظل الأزمات المالية العالمية، سنحاول من خلاله إعطاء صورة واقعية لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وأهم المشاكل والتحديات المستقبلية التي تواجهها، وإلى عرض بسيط حول الأزمات المالية وأسباب حدوث أزمات البورصة. فالهدف من هذا البحث هو التعرف على واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية وأهم العقبات التي تواجه تطورها وتفعيلها والتعرف على الأفاق المستقبلية لتطورها وتفعيلها في ضوء تحديات القرن الحادي والعشرين.

**الكلمات المفتاح:** أسواق الأوراق المالية العربية، الأزمات المالية، مستقبل، فعالية أسواق الأوراق المالية.

### Résumé :

Cette recherche porte sur le sujet de l'avenir des marchés boursiers arabes (échanges d'actions) À la lumière de la crise financière mondiale, Nous allons essayer dans laquelle il a été donné une image réaliste de la réalité des marchés boursiers arabes et les problèmes les plus importants de l'avenir et les défis auxquels il est confronté, et à la simple affichage sur les causes des crises financières et des crises boursières. Le but de cette recherche est de reconnaître la réalité des marchés boursiers arabes à la lumière de la crise financière mondiale et les obstacles les plus importants auxquels est confronté le développement et l'activation et d'identifier les perspectives d'avenir pour le développement à la lumière des défis de l'athée et le vingtième siècle.

**Mots clés:** les marchés boursiers arabes, la crise financière, l'efficacité des marchés financiers, l'avenir des marchés boursiers arabes.

## المقدمة:

أصبح من الأهمية والضرورة النهوض بأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، وذلك للدور الأساسي الذي تؤديه هذه الأسواق في تنظيم وتطوير أساليب التمويل المتوسط والطويل الأجل للمشاريع وتمكين الاقتصاد الوطني من الاستفادة القصوى من المدخرات والفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات وتشغيلها في مشاريع اقتصادية مختلفة. فسلامة وحسن أداء الأسواق المالية ينعكس على سلامة وحسن الأداء الاقتصادي للدول بوجه عام، كما أن تدهور وانخفاض فعالية الأسواق المالية لا يقتصر تأثيره فقط على الأسواق المالية، بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية، وهو ما حدث في الأسواق المالية الدولية بصفة عامة وأسواق الدول الناشئة في الآونة الأخيرة حيث تعرضت هذه الدول إلى أزمات مالية حادة نتيجة التدهور الحاد في أداء ومؤسسات الأسواق المالية فيها، حيث أصبحت الأزمات المالية من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً نظراً لطبيعتها وتكرار حدوثها وارتباطها بدورات الأعمال، ولهذا وجب تقييم فعالية أسواق الأوراق المالية العربية وتأثير الأزمات المالية العالمية عليها والبحث عن سبل إمكانية الرفع من فعاليتها والوقوف على الآثار المختلفة المستمرة للأزمات المالية عليها والتي انعكست آثارها السلبية على مختلف القطاعات، ومن ثمة على قرارات الأفراد والمؤسسات وسياسات الدول.

وعلى ضوء ما سبق يمكن طرح الإشكالية الآتية:

✓ ما هو مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية؟ وما هي متطلبات

تفعيلها؟

**فرضيات البحث:** نفترض من البداية ما يلي:

-على الرغم من التطور التنظيمي والتشريعي الذي شهدته أسواق الأوراق المالية العربية إلى أنها ما تزال غير قادرة على تجنب الآثار المختلفة للأزمات المالية العالمية.

-يعتبر إصلاح أسواق الأوراق المالية العربية أهم مطلب لمواجهة آثار الأزمات المالية العالمية وتفعيلها.

**أهمية البحث:**

تأتي أهمية البحث من أنها منسجمة مع الاهتمام الواسع بموضوع أسواق الأوراق المالية، وتأتي أيضاً في الوقت الذي تدور فيه مناقشات واسعة حول تقييم فعالية أسواق الأوراق المالية العربية وتأثير الأزمات المالية العالمية عليها.

والوقوف على الآثار المختلفة للأزمات المالية العالمية الأخيرة(الرهن العقاري ) التي اجتاحت معظم دول العالم ولا تزال آثارها مستمرة والتي انعكست آثارها السلبية على مختلف القطاعات الاقتصادية ومنها أسواق الأوراق المالية.

**أهداف البحث:**

هناك هدفان رئيسيان للبحث وهما كما يلي:

**أولاً:** الوقوف على الصورة الحقيقية لواقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية والوقوف أيضاً على أهم العقبات التي واجهت وما زالت تعيق تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.

ثانياً: مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية وتفعيلها في ظل الأزمات المالية، من خلال المخاطر المحيطة بأسواق الأوراق المالية العربية، والمعوقات والتحديات التي تحد من فعالية وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية وكذا مستقبل أسواق الأوراق المالية الناشئة والدروس التي من المفيد النظر فيها لتطويرها وتفعيلها.

#### منهجية البحث:

اعتمد الباحثان في الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لواقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية واهم العقبات، وتحديد الآفاق المستقبلية لها وذلك بالاعتماد على مصادر عديدة وفي حدود المعلومات المتاحة.

#### تقسيمات البحث:

هذا يدفعنا للبحث في المحاور الآتية كما يلي:

- ✓ الأزمات المالية، مفهومها، أنواعها، أسبابها وتاريخها
- ✓ واقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية
- ✓ مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية

#### أولاً: الأزمات المالية، مفهومها، أنواعها، أسبابها وتاريخها

لتبيان ماهية الأزمات المالية العالمية يستوجب التطرق إلى مختلف المفاهيم ذات الارتباط بمفهوم الأزمة بصفة عامة ثم تبيان حقيقة الأزمة المالية بوجه الخصوص.

#### 1. مفهوم الأزمة المالية:

تختلف التعريفات من اقتصادي إلى آخر ومن بيئة إلى أخرى، ويمكن إعطاء التعريفات الآتية:

أ. **المفهوم العلمي للأزمة:** تعبر الأزمة عن موقف وحالة يواجهها متخذ القرار في أحد الكيانات الإدارية (دولة، مؤسسة، مشروع، أسرة) تتلاحق فيها الأحداث وتشابك معها الأسباب بالنتائج، ويفقد معها متخذ القرار السيطرة عليها، أو على اتجاهاتها المستقبلية<sup>1</sup>.

ب. **المفهوم الاقتصادي:** عرف الاقتصاديون الأزمة الاقتصادية بأنها " فترة انقطاع في مسار النمو الاقتصادي تؤدي إلى عدم انتظام الاقتصاد وتتخذ أشكالاً متعددة منها انهيار الأسواق المالية وزيادة المضاربات وزيادة البطالة"<sup>2</sup>

ج. **تعريف الأزمة المالية:** تعرف الأزمة المالية بشكل خاص بأنها انهيار النظام المالي برمته مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي<sup>3</sup>.

وتعتبر الأزمة المالية أحد مسببات الأزمة الاقتصادية التي يختلف البعض في علاقتها بالقطاع الصناعي فمنهم من يرى بأن تداعيات الأزمة المالية وشح مصادر تمويل التكنولوجيا التي سيتبعها بالضرورة انخفاض تراكم رأس المال الصناعي الذي يؤدي إلى انخفاض إنتاج القطاع الصناعي الذي ينسحب بدوره على كافة القطاعات الإنتاجية مما يؤدي إلى الأزمة الاقتصادية، ومنهم من يرى أن تباطؤ نمو القطاع الصناعي هو سبب الأزمات المالية بسبب عدم قدرة هذا القطاع على توليد موارد مالية وتوظيف حقيقي يستوعب قدرات المجتمع البشرية والمادية مما جر القطاعات الأخرى والاقتصاد إلى الورا.

فالأزمة هي الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، والأصول تكون إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية، مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية وهي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو المخزون السلعي مثل الأسهم، أو حقوق ملكية للأصول المالية وهذه تسمى مشتقات مالية. وعموما يقصد بأزمة الأسواق المالية التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، وبالتالي الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية.

## 2. أنواع الأزمات المالية:

هناك عدة أنواع من الأزمات المالية التي يمكن تقسيمها إلى مايلي<sup>4</sup>:

### أ. الأزمات المصرفية

تحدث هذه الأزمة عندما يقوم البنك بإقراض معظم الودائع التي لديه أو تشغيلها بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، ومن ثم فإنه لن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت هذه النسبة، وبذلك يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى فتسمى في هذه الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس، أي أن تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح قروضا خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان.

### ب. أزمات العملة وأسعار الصرف

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة كبيرة بشكل يؤثر في قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو كمخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرارا بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، ومن ثم تحدث أزمة قد تؤدي إلى انهيار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند، وكان السبب المباشر في حدوث الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا سنة 1997، وفي هذا الصدد فإن بعض تلك الأزمات لها أثر محدود في القطاع غير المالي، أما بعضها الآخر فيؤدي دورا أساسياً في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدث انكماش، بل قد تصل إلى درجة الكساد.

### ج. أزمات أسواق المال "حالة الفقاعات"

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعة"، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة<sup>5</sup>، على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالأسهم مثلا- هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس نتيجة قدرة هذا الأصل على توليد الدخل.

### د. أزمة المديونية ( أزمة الدين الخارجي):

تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقف عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون

بدين تجاري (خاص) أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل وإلى أزمة الصرف الأجنبي.

### 3. أسباب حدوث أزمات الأسواق المالية:

تحدث الأزمات في البورصة لأسباب عديدة يمكن التنبؤ ببعضها والبعض الآخر يصعب قياسه، ومن أهم هذه الأسباب مايلي<sup>5</sup>:

- المتغيرات الدولية من الكوارث والحروب والأزمات الاقتصادية والحروب التجارية.
- المتغيرات المحلية في معدلات التضخم، وأسعار الصرف (أسواق العملات)، وأسعار الأسهم وتغير أسعار الفائدة.
- التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات وتحويل الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة الاستثمار.
- الإشاعات والمعلومات غير الحقيقية.
- المضاربات غير المحسوبة.

### 4. تاريخ الأزمات المالية:

إن التاريخ الاقتصادي مليء بعدد هائل من الأزمات المالية سواء كانت أزمات أسعار الصرف أو أزمات مصرفية، والتي اشتدت حدتها خلال سنة 1890 والتي عرفت بأزمة بنك بيرينجز، والتي شابهتها بعد ذلك أزمة المكسيك سنة 1994، كما شهدت الولايات المتحدة أيضاً أزمة أسعار الصرف في الفترة ما بين عام 1894 و 1896.

ولقد عرف الاقتصاد الدولي عدة أزمات مالية خلال فترة الكساد العظيم خلال الفترة 1929 - 1933 حيث ارتبطت أسباب هذه الأزمة بالظروف العالمية السائدة حقبة ما بعد الحرب العالمية الأولى، وبالفكر الكلاسيكي السائد آنذاك.

إلى أزمات الجنيه الإسترليني والفرنك الفرنسي في الستينات من القرن الماضي، إلى جانب انهيار نظام بريتون وودز في السبعينات، وأزمة الديون الخارجية في الثمانينات من القرن الماضي.

وفي يوم 19 أكتوبر من سنة 1987 حدثت أزمة كبيرة "أزمة الاثنين الأسود" في أسواق البورصات العالمية، وذلك بحدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل أيضاً في أسواق العقود المستقبلية كما تعرضت بورصة نيويورك سنة 1987 إلى الانهيار وحقت خسارة قدرها 500 مليار دولار، ثم أزمة المكسيك سنة 1994 والكثير من البورصات الأخرى.

وفي التسعينيات من القرن الماضي وقعت أزمات العملة في أوروبا وهي أزمة خاصة بآلية سعر الصرف في النظام النقدي الأوروبي بين عامي 1992-1995، كما وقعت الأزمة المالية في مناطق شرق آسيا وهي الأزمة التي مرت بها اندونيسيا وكوريا وماليزيا والفلبين وتايلاند في الفترة من 1997 إلى 1998، وكان لهذه الأزمات تكاليف متباينة من حيث الناتج والنفقات المالية العامة وشبه المالية العامة الموجهة لدعم القطاعات المالية الضعيفة، كما كان لهذه الأزمات آثار انتشرت بشكل ملموس على نطاق دولي، واقتضت في عدد من الحالات تقديم مساعدة مالية دولية لتخفيف حدتها وخفض تكاليفها، والحد من انتشار عدواها واحتواء آثارها السلبية على البلدان الأخرى.

كما اندلعت في الولايات المتحدة سنة 2008 ، وانتقلت تداعياتها إلى معظم دول العالم أدت إلى انهيار مؤشرات الأسواق المالية عبر العالم لتتحول إلى أزمة عالمية تأثرت بها معظم دول العالم ولكن بدرجات متفاوتة.

### ثانياً: واقع أسواق الأوراق المالية العربية

خدمة لأفضل تنمية وتطوير اقتصادي ولمساعدتها على الوقوف في مواجهة المنافسات وصراعات إثبات الوجود لجأت معظم الدول العربية إلى إنشاء وتنشيط أسواق الأوراق المالية فيها.

#### 1. تعريف السوق المالي:

يعرف السوق المالي بأنه مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة<sup>6</sup>.

كما يعرف السوق المالي بأنه الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عملية التداول<sup>7</sup>.

فالسوق المالي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق (عرض الأموال وتداولها)، أي هي الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوزيع ادخار الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال وهي أيضا سوق منظمة يلتزم فيها المتعاملون بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها حيث تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على مراعاة هذه القوانين واللوائح.

#### 2. الشروط الأساسية لإقامة سوق مالي فعال للأوراق المالية:

من أجل إقامة سوق للأوراق المالية تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لابد من توافر الشروط الآتية<sup>8</sup>:

- أ. وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.
- ب. سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وان تتوفر على وسائل الاتصال الحديثة.
- ت. وجود الاستمرارية والتنظيم فيها، فلا بد أن تكون البورصة سوقا مستمرة من خلال الأمور الآتية:
  - وجود عدد كاف من المتعاملين تضمن من خلاله الاستمرار والاستقرار، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من طرف فئة قليلة في سوق الأوراق المالية.
  - إجراء عمليات كثيرة ومتكررة، ووجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تتم فيها.
  - تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة، وزيادة عدد المتعاملين فيها، وهذا ما يكسبها فعالية أكبر من زيادة حجم التداول فيها.
- ث. وجود مؤسسات متخصصة في مجال البورصة والتعامل فيها من مؤسسات الوساطة المالية وبيوت الإصدار والسمسرة.
- ج. أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة، وان توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي يجري تعامل فيها، وعن المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق.
- ح. وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة على المعاملات التي تتم في البورصة، ولحماية المتعاملين من المخاطر، ومعاقبة كل من يخرج عن ذلك الإطار القانوني.

خ. النمطية، وذلك يجعل جميع العقود والمعاملات في السوق بنمط محدد (standardization)، والتنميط هو الوسيلة التي يمكن من خلالها توليد سوق ثانوية، للأوراق المالية، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر. وعادة تقاس فعالية أي بورصة للأوراق المالية بالعناصر الآتية:

- السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات في سوق الأوراق المالية.
- الدقة والصحة، وعدم حدوث أخطاء أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.
- مدى السرعة الفعالية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

### 3. أهمية وجود أسواق للأوراق المالية في الدول العربية

يمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في المجتمع في العناصر التالية<sup>9</sup>:

- أ. تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص وتنشيط الاقتصاد الوطني ككل.
- ب. إيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم.
- ت. تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة أو طويلة.
- ث. تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية للأوراق المالية.
- ج. تعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في سوق رأس المال الذي يعمل على تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات، بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقها تمويل رأس المال الممثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة والعكس في سهولة ويسر.
- ح. الاحتفاظ بالمدخرات القائمة بتوفير منافذ الاستثمار الشرعية.

### 4. نشأة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية

يعود تاريخ تأسيس أغلب أسواق الأوراق المالية العربية إلى فترة السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي، باستثناء أسواق مصر الذي يعتبر أول سوق عربي للأوراق المالية إذ يعود تاريخ إنشائها إلى سنة 1883، وتلتها بورصة بيروت 1920 وبورصة الدار البيضاء (المغرب) 1929، وإن المتتبع لتاريخ هذه الأسواق يلاحظ أن بوادر نشوء\* مثل هذه الأسواق كانت موجودة قبل تاريخ تأسيسها الرسمي حيث أن معظم الدول إن لم نقل كلها كانت لها شركات مساهمة يعود تاريخها إلى الثلاثينيات مثل عمان سنة 1930، والعربية السعودية سنة 1934 وتونس سنة 1937 وتم تأسيس بورصة الجزائر سنة 1990، وقد شهدت هذه الأسواق خلال هذه الفترات عدة قوانين تحاول كل مرة إعادة تنظيم الأسواق لتتدارك النقائص التي كثيرا ما كانت تظهر أثناء الممارسة ولتساير الأوضاع الاقتصادية المحلية والعالمية.

وأنشأت الدول العربية صندوق النقد العربي رغبة منها في إرساء المقومات النقدية والمالية للتكامل الاقتصادي العربي، ودفع عجلة التنمية الاقتصادية في جميع الدول العربية ونشر البيانات المتعلقة بها. وصندوق النقد العربي هو مؤسسة مالية عربية إقليمية تأسست سنة 1976 وبدأت في ممارسة نشاطها سنة 1977 ويبلغ عدد الدول الأعضاء فيها 22 دولة عربية وهي: الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، تونس، الجزائر، جيبوتي، المملكة العربية السعودية، السودان، سورية، الصومال، العراق، سلطنة عمان، قطر، الكويت، لبنان، ليبيا، مصر، المغرب، موريتانيا، اليمن، جمهورية القمر.<sup>10</sup>

## 5. السمات المشتركة للأسواق المالية في الدول العربية

تشترك الأسواق المالية العربية في السمات الآتية<sup>11</sup>:

- أ. إن دور الأسواق المالية في الدول العربية ضعيف ضمن اقتصادياتها الوطنية وإن معدلات نموها لازالت منخفضة مقارنة بتعاظم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية وهذا يرجع إلى عوامل عديدة، أهمها:
  - حداثة إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية والتي تعود في صيغها القانونية المنظمة إلى العقود الثلاث الأخيرة.
  - عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف شركات الوساطة المالية.
  - المبالغة في التدخل الحكومي لأغراض متباينة (رسمية أو غير رسمية)، وهذا ما يضع قيوداً لتوجهات المستثمرين.
  - عدم الاطمئنان لمتغيرات الاقتصاد الكلي، وانخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية، وهذا يرجع إلى ضعف الشركات المصدرة لهذه الأدوات، وضعف كفاءة وخبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق.
- ب. تعتبر تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية واليات العمل فيها وأساليب الاتصال ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لازالت دون المستوى المطلوب.
- ت. عدم وجود التنوع في الأدوات الاستثمارية، والتركيز على الأسهم والسندات.
- ث. ضعف وعدم وجود مراكز علمية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية ساهم في أن غالبية العمليات تجري بقرارات ارجحالية أو عفوية.
- ج. تشرف على الأسواق المالية في الدول العربية هيئات أو لجان تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة مثل البنك المركزي والشركات المساهمة المسجلة وشركات الوساطة وبنوك تجارية متخصصة ومؤسسات مالية أخرى بالإضافة إلى اتحادات الغرف الصناعية والتجارية والزراعية وبعض جمعيات المتخصصين الماليين\*.
- ح. سيطرة المضاربة على نشاطات التعاملات اليومية في هذه الأسواق، حيث أن أغلب المعاملات تبحث عن الربح السريع من خلال التركيز على الفرق بين الأسعار.
- خ. التقلب الشديد في قيمة الاستثمارات من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى تأثر الأسواق المالية العربية بالمتغيرات العشوائية، وهو ما يترتب عليه ارتفاع المخاطر في هذه الأسواق.

## 6. معوقات عدم فعالية أسواق الأوراق المالية العربية

يمكن حصر أهم المعوقات التي تقلل من فعالية أسواق الأوراق المالية العربية فيما يلي<sup>12</sup>:

- أ. غياب التشريعات بفصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة السوق التي تعين من طرف الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة البورصة بالإضافة إلى غياب الاستقلال المالي والإداري للبورصات العربية، الأمر الذي يزيد من تدخل الحكومة ومعاملاتها كإحدى وحدات القطاع العام.
- ب. غياب أو ضعف الإطار التشريعي، الذي يلزم الشركات المدرجة في الأسواق العربية بالتقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح بخصوص معلوماتها المنشورة في التقارير المالية.

ت. عدم وجود تشريعات في بعض الدول العربية بخصوص الشروط التي الواجب توفرها في مدققي الحسابات، وعدم توفر الحماية اللازمة لهم لإبداء آرائهم عن أوضاع الشركات بكل حماية واستقلالية.

ث. ضعف آليات إلزام الشركات المدرجة في الأسواق العربية بنشر بياناتها نصف أو ربع سنوية بصفة دورية ومنظمة.

#### 7. المعوقات التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية:

من أهم تلك العقبات يمكن تلخيصها في النقاط الآتية<sup>13</sup>:

- أ. ضالة عرض الأدوات الاستثمارية في السوق.
- ب. نقص الطلب على الأدوات الاستثمارية.
- ت. تضارب وقصور النظم والتشريعات التي تحكم أسواق المال العربية.
- ث. افتقار أسواق رأس المال العربية إلى المؤسسات الصانعة لهذه السوق.
- ج. عدم ملاءمة المناخ الاستثماري في بعض الدول العربية.

#### ثالثاً: مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية وتفعيلها في ظل الأزمات المالية

برزت على الساحة العربية والدولية العديد من المتغيرات التي كانت في مجملها ناتجة عن إفرازات العولمة المالية والتحرير المالي الدولي، والتي كانت بمثابة الدافع للاهتمام بضرورة التنسيق والتعاون من أجل تحقيق التكامل والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية ومواجهة التحديات المطروحة نحو مستقبل أفضل.

#### 1. المخاطر والتحديات المحيطة بأسواق الأوراق المالية العربية

يحتاج النمو في الأسواق العربية إلى تخفيض المخاطر السابقة لجذب الاستثمارات، ولإنجاز ذلك لا بد من تحسين الهياكل المؤسسية والقانونية والشفافية والإفصاح، وسيادة حكم القانون والزامية العقد، وتعتبر هذه المخاطر هي سمة أساسية خاصة بأسواق المال العربية فعلى سبيل المثال<sup>14</sup>:

أ. المخاطر الخاصة بأسواق لبنان والعراق والمتمثلة بالطائفية وامتداد أثر هذه المخاطر إلى جميع أسواق المال العربية.

- ب. مخاطر التضخم المرتفع بشكل كبير الذي يلقي بظلاله على أسواق المال العربية وخاصة الخليجية.
- ت. مخاطر عدم الاستقرار الحكومي كما يحدث في الكويت من تغيير لمجلس الأمة وبالتالي تغيير الحكومات وما ينتج عنه من عدم قدرة هذه الحكومات على تنفيذ برامجها المعلنة وتأثير ذلك على السوق المالي في هذا البلد.
- ث. مخاطر تغير أسعار الصرف وما يحدث من انخفاض حاد للعملة الخليجية لكون معظمها مرتبط بالدولار (إلا أن الكويت قامت بفصل عملتها عن الدولار ونتيجة لذلك انخفاض معدل التضخم فيها)، مما يؤدي إلى تخفيض البنوك المركزية لأسعار الفائدة كلما خفض المركزي الأمريكي لهذه الأسعار وأثر ذلك على التضخم وجذب الاستثمارات لأنه في حال تساوي معدلات الفائدة مع المركزي الأمريكي فهذا يدفع الاستثمارات تجاه الخارج إذا لم تكن أسعار الفائدة في هذه البلدان أقل من الولايات المتحدة.

ج. مخاطر الفساد والتلاعب بالقانون كما حدث في بورصة مصر للأوراق المالية حيث قام بعض المضاربين العرب وخاصة الخليجيين بالمضاربة من أجل رفع الأسعار ثم قاموا بالبيع وسحب السيولة من السوق والخروج بالأموال إلى خارج مصر حيث تشير الأرقام إلى أنه في شهري آذار ونيسان من سنة 2006 سحب المستثمرون العرب ما مقداره مليار ونصف مليار دولار أمريكي مما أدى إلى انهيار السوق المصرية للأوراق المالية دون أي إجراء ضدهم.

ح. مخاطر عدم توفر الشفافية والإفصاح: تبين أن أسعار الأسهم في الأسواق العربية تتحرك تقريبا (11%) قبل إعلان التقارير السنوية، مما يؤكد احتمالية تسرب المعلومات الداخلية، والذي يؤدي ذلك في نهاية المطاف إلى عدم عدالة فرص الاستثمار في السوق وعدم عدالة توزيع الثروة، بسبب عزوف شرائح كبيرة عن الاستثمار في السوق لعدم الثقة فيها وبالتالي فإن هذه المعلومات لا تصل إلى الجميع في نفس الوقت وهذا دليل على انهيار كفاءة هذه الأسواق.

خ. مخاطر النزاعات الخارجية: مثل الحرب الأمريكية على العراق في سنة 2003، وتأثيرات حرب أمريكية قادمة على إيران في حال حدوثها، وآثارها على جذب الاستثمارات ورؤوس الأموال وتصدير النفط وبالتالي امتدادها على الأسواق المالية للمنطقة العربية لأنها انعكاس للوضع الاقتصادي والسياسي للبلد، حيث تعتبر منطقة الشرق الأوسط من أكثر المناطق اضطرابا على مستوى العالم.

د. مخاطر الدين العام: إذ تعاني بعض الدول العربية من مبالغ ديون ضخمة مثال على ذلك لبنان حيث يفوق المبلغ 40 مليار دولار وكذلك هو الوضع بالنسبة لإمارة دبي، في حين أن الأرقام بخصوص الدين العام في مصر متضاربة وأن إخفاء الحقائق يؤثر كثيراً على السوق، فالشفافية المالية تعد من أهم عناصر الرقابة على الحكومة ولها أثرها الأکید على أسواق المال وتجارة الأوراق المالية.

## 2. التحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية في ظل عالمية الأسواق

في ضوء المتطلبات الحالية والمقبلة، والتحديات التي تواجه الدول العربية في ظل عالمية الأسواق فقد برزت النقاط التالية<sup>15</sup>:

- أ. أهمية تطوير التشريعات وتحديثها وإدخال المرونة عليها مما يؤدي إلى خلق المناخ الملائم للاستثمار، وتمكين الأسواق المالية من التطوير وتبني التقنيات الجديدة.
- ب. دعم التطوير الهيكلي التنظيمي للمؤسسات المالية مما يسمح بالخلق والابتكار وتوفير الأدوات المالية الجديدة، والمنتجات المالية.
- ت. تطوير الهياكل المؤسسية للأسواق المالية وخاصة في مجال الوساطة المالية.
- ث. إيجاد نظام متكامل وموحد للإفصاح المالي على المستوى القطري والإقليمي.
- ج. إعداد البرامج التثقيفية اللازمة لنشر الوعي الاستثماري والتأكيد على أهمية توفير المعلومات عن أنشطة الأسواق المالية العربية للمستثمرين العرب داخل الدول العربية أو خارجها.
- ح. أهمية تكثيف الجهود المبذولة للربط بين الأسواق المالية العربية لتشملها جميعا.

خ. تكثيف جهود التخصيص بما لها من اثر كبير على زيادة حجم وأنشطة الأسواق المالية العربي.

### 3. سبل مواجهة تحديات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية

إن اخذ الحيلة والحذر من الأخطار الخارجية ومن العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية يتطلب إتباع مجموعة من السياسات الاقتصادية بشكل متلائم لغرض تطوير الأسواق المالية محليًا ودوليًا والاستفادة من التكنولوجيا والتقنية الحديثة في البلدان المتقدمة وتحريرها بما يخدم الاقتصاديات في الدول العربية هي تحديات داخلية كالتضخم وسيطرة رأس المال الأجنبي وضعف التشريعات القانونية والخارجية على السوق المالي لذلك، لا بد من معالجة هذه التحديات بشكل متزامن لغرض الوقوف والنهوض بالسوق المالية في البلدان العربية لذلك يجب إتباع بعض السياسات منها<sup>16</sup>:

أ. انتهاز إدارة سليمة للاقتصاد الكلي ووضع صياغة جديدة للسياسات الاقتصادية، وقد قامت الكثير من الدول النامية بإصلاحات شاملة لسياساتها الاقتصادية خلال المدة الماضية في دول جنوب آسيا ثم إعادة تنظيم الأنظمة المصرفية ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، وتحديث الإطار القانوني والقيام بإصلاحات مؤسسية شاملة.

ب. ضرورة توفير الحماية التأمينية للمشتريين من خلال وجود رقابة تامة في السوق المالي ويجب التمييز بين توفير درجة عالية من الرقابة في السوق وبين القيود المفروضة عليها، فالرقابة يجب أن تكون وسيلة لحماية السوق المالي وتقليل التقلبات العنيفة والمفاجئة بين الأسعار والفوائد.

ت. الانفتاح على أسواق والمؤسسات المالية العربية والتفاعل معها من خلال تبادل الخبرات والتجارب وفتح مجالات الاستثمار أمام المستثمرين العرب والعمل على جذبهم وتشجيعهم بالطرق المناسبة أو العمل على اتخاذ إجراءات إدارية وتنظيمية يمكن من خلالها التحكم في طبيعة الاستثمارات الأجنبية الداخلة إليها البلدان النامية على المدى القصير، وكذلك تنفيذ بعض أصناف الاستثمارات وحركة بعض الأشخاص من المستثمرين الذين لا يملكون لقواعد السوق المالي.

### 4. مستقبل أسواق الأوراق المالية الناشئة

شهدت أسواق الأوراق المالية في الكثير من الدول النامية والعربية تطورات عميقة وسريعة، تمثلت في فتح أسواقها وتحريرها من القيود والسعي لاستيعاب المستحدثات من الأدوات المالية، وبالتالي العمل على زيادة جاذبية أسواقها وزيادة قدرتها التنافسية الأمر الذي ترتب عليه إطلاق عليها اسم أسواق الأوراق المالية الصاعدة او الناشئة وهي تحديات كبيرة سنتطرق إليها فيما يلي<sup>17</sup>:

أ. تشهد أسواق الأوراق المالية الدولية من بداية الثمانينيات من القرن الماضي ثورة أسفرت عن تغيرات جذرية في وسائل وأدوات انتقال الأموال من الوحدات المالية ذات الفائض إلى الوحدات المالية ذات العجز، وكل يوم تبتكر لنا الهندسة المالية أداة جديدة تروج لها مؤسسة مالية أو مصرفية جديدة، وأصبحت الأسواق المالية في معظم الدول تتمتع بقدرة على تسيير مختلف العمليات المالية، وتقترب هذه الأسواق من بلوغ الهدف وهو حرية تدفق رؤوس الأموال عبر الدول، ويتطلب ذلك تحرير أسعار الفائدة وتخفيض الضرائب على العمليات المالية والمصرفية، والسماح للمؤسسات المالية والمصرفية بتقديم الخدمات المتنوعة، وتحرير العملات والأسعار والأدوات المالية والمستثمرين وإلغاء

الرقابة على الصرف، وتزامن ذلك مع زيادة درجة تحرير التجارة وتوقيع اتفاقية جولة الاروغواي سنة 1993 لتحرير التجارة العالمية، بالإضافة إلى ما وفرته الثورة التكنولوجية من وسائل في التمويل الدولي.

ب. تشهد الأسواق المالية أيضا حركة الابتكارات المالية الجديدة التي تتمثل في ظهور أشكال متنوعة من الأسهم والسندات والمشتقات المالية بالإضافة إلى تقدم وسائل التغطية الحديثة للتغلب على المخاطر المرتبطة بالتقلبات في الأسعار والعوائد ممثلة في عقود الخيارات والمستقبليات.

ت. تزايد أهمية المؤسسات المالية التي تعرف بالمصارف الشاملة التي تعمل في مجال ترويج المشروعات الجديدة وعمليات الصيرفة وخدمات الوساطة المالية والاستثمار في الأوراق المالية وتقديم التمويل، حيث فرضت هذه التطورات نفسها على الدول النامية، وخاصة دول أسواق الأوراق المالية الصاعدة، فشرعت هذه الدول في التكيف مع هذه التطورات من خلال فتح أسواقها وتحريرها من القيود والعمل على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، والسعي لاستيعاب حركة الابتكارات المالية في مجالات الأدوات والمؤسسات المالية والمصرفية لزيادة قدرة أسواقها على التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية وجذب الاستثمارات.

ث. يتوقف النمو المتوقع لأسواق الأوراق المالية الصاعدة في المستقبل على استمرار الإدارة السليمة للاقتصاد الكلي وصياغة السياسات الملائمة والإصلاح المؤسسي، وقامت العديد من الدول النامية بعدد من الإصلاحات الشاملة، فبنسبة لأسواق الأوراق المالية في دول جنوب شرق آسيا قامت بإعادة ترتيب أنظمتها المصرفية ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية وإدخال أدوات مالية جديدة وتطوير التشريعات القانونية، ونفس الشيء قامت به دول الشرق الأوسط مثل تركيا والأردن ودول شمال إفريقيا مثل تونس والمغرب.

ج. على الرغم من أن أسواق الأوراق المالية أصبحت أكثر كفاءة، إلا أن الكثير منها لازالت تعاني من التركز والذي يتمثل في زيادة نسبة الأوراق المتداولة لعدد قليل من الشركات إلى كمية الأسهم المتداولة في السوق.

ح. يوجد تباين بين أسواق الأوراق المالية الصاعدة من حيث المؤشرات التنظيمية والمؤسسية، في حين يوجد في الأردن حرية تدفق رأس المال للخارج لكنها لا تنشر المعلومات عن العوائد والأسعار بانتظام وتفتقر الر المعايير المحاسبية الدولية.

خ. يجب توفير الحماية التأمينية للمستثمرين بدون وجود رقابة فعالة، فالرقابة ضرورية لحماية السوق والحد من التقلبات العنيفة في الأسعار والعوائد.

وفي الأخير يمكن القول بان أسواق الأوراق المالية الدولية تمر بتطورات جذرية وسريعة ومتلاحقة من حيث الأدوات المالية والمؤسسات المالية، ويجب على الأسواق الصاعدة اللحاق بهذه التطورات حتى تتمكن من المنافسة في المستقبل، كما تؤثر النظم الرقابية والقانونية والمحاسبية والضريبية على سيولة السوق، وفي نفس الوقت تحد كفاءة النظم التجارية من الثقة، كما تؤثر بيئة الاقتصاد الكلي والبيئة السياسية على كفاءة التسعير.

وإذا كانت أسواق الأوراق المالية تقوم بدور مهم في التنمية لدى الدول النامية، فان مستقبل هذه الأسواق يحتاج إلى تضافر الجهود حتى تستطيع هذه الأسواق المنافسة على المستوى المحلي والدولي والقيام بدورها المنشود.

## 5. الدروس المستفادة لتطوير الأسواق المالية العربية في المستقبل

من الدروس التي من المفيد النظر فيها لتطوير الأسواق المالية العربية نجد ما يلي<sup>18</sup>:

أ. في ظل عولمة القطاع المالي أن عدم تبني وتطبيق اطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة سوف يؤدي عاجلاً أم آجلاً إلى إضعاف دور إدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وبالتالي إلى تعثر القطاع المالي والاقتصاد الكلي برمته، وهذا يستوجب السعي لتقوية النظم الرقابية والإشرافية على مكونات القطاع المالي، ودراسة النماذج الرقابية المتنوعة المستخدمة في الأسواق العالمية بغية انتقاء ما يتناسب مع وضع أسواق المنطقة.

ب. أثبتت التجربة أن عدم الإفصاح المالي الكافي وغياب الشفافية في تعاملات الشركات في القطاع المالي يزيد من إمكانية حصول الأزمات، ويضعف من حجمها، ويزيد من التكلفة المالية للتعامل معها ومن العبء الاجتماعي الذي ينجم عنها.

ت. على البورصات العربية الناشئة عدم نسخ تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسة صحيحة وسليمة لكل الدول، مما يستوجب التوازن بين الحاجة لتطوير الأسواق ودعم السيولة فيها من جهة، والانتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في أسواقنا المالية، وفي نوعية الممارسات التي تسمح للأسواق باعتمادها من جهة أخرى.

ث. يلعب تدفق الاستثمارات دوراً محورياً في الاقتصاد، ولكنه ليس غاية بحد ذاته بل وسيلة تسهم في تطوير القطاع المالي ودعم العملية التنموية، ومن المناسب في ظل العولمة المالية وافتتاح أسواق المال الخليجية وضع أسس ملائمة من شأنها أن تحمي المستثمرين وتعزيز الاستقرار في هذه الأسواق في وجه الاستثمار المضارب قصير الأجل. ج. إن سلامة البورصات وحماية المستثمرين تعتمد بشكل كبير على الكفاءة المالية والمهنية التي تتمتع بها كافة المؤسسات المالية العاملة في هذه البورصات، وهناك حاجة ماسة لتطوير عمل هذه المؤسسات في أسواق المنطقة، وتحديد الحاجة لوضع حد لفوضى التحليل المالي وضبط هذا الموضوع لما له من تأثير على القرارات الاستثمارية لصغار المستثمرين.

ح. هناك شبه إجماع مؤخراً بان الأزمات المالية التي توالى على النظام المالي في السنوات الأخيرة الماضية إنما تكشف عن فشل حوكمة الشركات، وإن عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات يسهم بشكل مباشر في تقويض العمل المؤسسي ويزيد من إمكانية حصول أزمات مالية، خاصة في ظل التزايد الهائل في حجم التعاملات المالية بين أسواق الدول المختلفة، وتكتسب حوكمة الشركات أهمية بالغة فيما يتعلق بالنظام المالي في المنطقة تحديداً، وخاصة للقطاع المصرفي لان تعثر هذا القطاع جراء عدم الالتزام بمبادئ سليمة لحوكمة الشركات من شأنه أن يعطل الشريان الرئيسي للنشاط الاقتصادي عموماً.

## 6. متطلبات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية

نقدم فيما يلي مجموعة من العوامل التي من الضروري الأخذ بها لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية ورفع مستوى كفاءتها وتفعيل أداؤها والتي يمكن إجمالها فيما يلي<sup>19</sup>:

أ. توجيه اهتمام أكبر بالسوق الأولية "سوق الإصدار" وذلك من خلال تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الاقتصاد الوطني، ومنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية، وضمان توزيع أسهمها بعد ضمان نشأتها ونجاحها على عدد أكبر من المدخرين الأفراد، ووضع حدود قصوى للملكية، وأيضاً وضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشركات المساهمة إلى ملكية خاصة.

ب. العمل على أن يكون لبنوك الاستثمار دور مميز، وأن تعتمد على المتخصصين في إيجاد فرص الاستثمار واستغلالها وتوسيع قاعدة الأسواق الأولية والأوراق المالية المصدرة والحيلولة دون التوسع في دور البنوك التجارية في تمويل المضاربين وزيادة الضغوط التضخمية على أسعار الأوراق المالية.

ت. تسهيل تسجيل وتداول الأدوات المالية في أسواق الأوراق المالية العربية واستثنائها من التشريعات التي تحول دون ذلك.

ث. تهيئة المناخ الملائم وذلك من خلال تحسين الأوضاع والظروف التي تتم فيها العملية الاستثمارية، فلا يمكن قيام سوق مالية فعالة في ظل أوضاع اقتصادية غير ملائمة.

ج. تطوير السوق الثانوي من خلال إنشاء مؤسسات الاستثمار التي تقوم بالترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة لصغار المدخرين.

ح. تطوير السوق الثانوية من خلال إنشاء "مؤسسات صانعي الأسواق"، التي تلعب دوراً هاماً في تنشيط السوق الثانوية وذلك بتوفير السيولة للشركات نتيجة لقيامها بالمناجحة بأدوات الاستثمار من أسهم وسندات لحسابها الخاص.

خ. ضرورة تشجيع الاتجاه نحو الاستثمار في الشركات المساهمة بما يحفز المستثمرين على اللجوء للاستثمار في أسهم هذه الشركات وبما يشجع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وقد يكون هذا التشجيع من خلال إعطاء مزايا وإعفاءات ضريبية على عوائد أسهم شركات المساهمة العامة، أو من خلال تبسيط الإجراءات الخاصة بتحويل عوائد الأسهم وناتج تسيلها إلى الخارج.

د. تطوير أعمال الوساطة (السمسة) والارتقاء بنوع الخدمات التي تقدمها للمستثمرين لاسيما المعلومات الحقيقية.

ذ. ضرورة العمل على تعميق الوعي الاستثماري خاصة لدى صغار المدخرين وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار في الأوراق المالية، وهذا يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي من خلال البرامج الإعلامية المدروسة.

ر. الربط بين الأسواق العربية على أن يتم ذلك على مرحلتين، الأولى تشمل إصدار الأوراق المالية في إحدى الأسواق ليكتتب فيها مواطنو هذه السوق ومواطنو الدول العربية الأخرى مع إمكانية قيد وتداول الأوراق المالية المصدرة من سوق عربية في الأسواق المالية العربية الأخرى، أما المرحلة الثانية فتشمل إنشاء سوق عربية إقليمية لتداول الأوراق المالية العربية، وهذا يتطلب توفير حد أدنى من التنسيق بين النظم القائمة بالأسواق المالية العربية المختلفة.

ز. إنشاء قاعدة بيانات عن الأسواق المالية العربية تتضمن الأوضاع القانونية والمؤسسية للسوق، كما تتضمن الأوضاع الاقتصادية الخاصة بنشاط السوق.

س. إعادة النظر في التشريعات التي تحكم عمل الأسواق المالية العربية وما يتصل بها، واستكمال الأطر التشريعية والتنظيمية وخاصة القوانين الخاصة بالشركات المساهمة وحماية حقوق المساهمين ومراقبة سلوك الإدارة.

ش. خلق الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين من عمليات المضاربة التي لا تفيد الاقتصاد الوطني ولا تضيف قيمة مضافة حقيقية، وكذلك الإشهار التام عن أنشطة الشركات المساهمة المتداول أسهمها في السوق بما يسمح للمستثمرين من فهم كامل لاستثماراتهم وتقييم قراراتهم على أسس سليمة.

ص. السماح بإصدار السهم لحامله بما يساعد على اجتذاب رؤوس الأموال المهاجرة إلى الخارج.

ض. في ظل تزايد ظاهرة الخصخصة فإن هناك احتمالات تشير إلى عدم الإقبال على الشركات المتعثرة مالياً، وفي سبيل ذلك قد يكون من الأفضل إنشاء شركات رأس المال المخاطر لإنقاذ هذه الشركات المتعثرة ومن ثم يمكن طرح أسهمها للاكتتاب أمام الجمهور.

ط. توحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في أسواق الأوراق المالية بهدف توفير لغة تفاهم بين كافة المتعاملين في هذه الأسواق.

ظ. تشجيع إقامة الشركات العربية المشتركة وطرح أسهمها للجمهور وإزالة المعوقات التي تكثف نشاطاتها من خلال تهيئة الظروف المناسبة أمامها لكي تؤدي الدور المنوط بها.

ع. التفكير في إنشاء مؤسسة عربية مشتركة للوساطة المالية يكون لها فروع في جميع الدول العربية تقوم بدور الوسيط سواء للإصدارات الجديدة (السوق الأولى)، أو لما هو معروض للبيع من أوراق مالية متداولة للبيع (السوق الثانوية) كما يمكن أن تكون ضامنة للإصدار بحيث تكفل ضمان تسويق الإصدارات الجديدة، وكذلك تقوم بتقلص الخدمات الاستثمارية في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.

#### خاتمة:

إن تحديات القرن الواحد والعشرين تقتضي وجود إرادة سياسية صادقة تعمل على تفعيل مناخ الاستثمار في الدول العربية، وتحسينه، وتطويره، والتوسع في إقامة المشاريع العربية المشتركة وتطوير الأسواق المالية العربية القائمة، والربط بينها، فعلى الدول العربية أيضاً أن تزيد من تعزيز العمل العربي المشترك أمام تزايد التكتلات الاقتصادية العالمية مما يزيد من قوتها الاقتصادية والسياسية والتفاوضية مع العالم الخارجي، فالإسراع مهم جداً في وضع الحلول اللازمة لكل معوقات مناخ الاستثمار وعدوى وأثار الأزمات المالية التي تم ذكرها في الدراسة، من أجل القضاء تدريجياً على جميع أشكال التبعية التي يعاني منها الدول العربية رغم توافر الإمكانيات البشرية والطبيعية والمالية.

حيث انه لم تعد الأزمات المالية ظاهرة حديثة من نوعها، فقد اعتاد العالم عليها نظراً لتكررها بشكل سريع في فترات قليلة، كما أن الأزمات المالية في معظم الأحيان متشابهة إلى حد كبير سواء في أسبابها أو في تأثيرها ولكن مع اختلاف قوة الأزمة، غير أن المنتجات المالية الجديدة وزيادة التكامل بين الأسواق المالية العالمية خلال العشرين سنة الأخيرة، قد أضافا بعض العوامل والمخاوف الجديدة وزادا من تعقيد الأزمات المالية.

- من خلال بحثنا هذا توصلنا إلى جملة من النتائج هي كما يلي:
- لكي تقوم سوق الأوراق المالية بالدور المتميز المنوط بها يتطلب هذا الأمر وجود سوق مالي فعال للأوراق المالية في أي بلد ما، ووجود هذا السوق الفعال يفترض توافر شروط تنظيمية قانونية تشريعية ومالية، وانتعاش اقتصادي ووجود سياسة اقتصادية رشيدة، وبيئة اقتصادية ملائمة، ووجود جهاز متكامل للربط بين البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية وتكنولوجية متطورة بالإضافة إلى إطارات متخصصة.
  - تهيئة المناخ الملائم للاستثمار وذلك من خلال تحسين الأوضاع والظروف التي تتم فيها العملية الاستثمارية، فلا يمكن قيام سوق مالية فعالة في ظل أوضاع استثمارية غير ملائمة.
  - تطوير السوق الثانوية من خلال إنشاء مؤسسات الاستثمار التي تقوم بالترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة وصغار المدخرين.
  - تشجيع المؤسسات المالية المختلفة من بنوك، شركات التأمين، صناديق المعاشات على زيادة نسب استثماراتها من الأوراق المالية في إطار محفظة متنوعة من الأسهم والسندات.
  - ضرورة التنسيق والتعاون للدول العربية فيما بينها لاتخاذ الإجراءات الملائمة للتقليل من الآثار السلبية للازمات المالية، واحتواء الأزمة المالية عند حدوثها (في بدايتها).
  - تعزيز الأطر الرقابية على القطاع المالي والمصرفي.
  - إعادة النظر في التشريعات التي تحكم أسواق المال العربية وما يتصل بها، واستكمال الأطر التشريعية والتنظيمية وخصوصاً القوانين الخاصة بالشركات المساهمة وحماية حقوق المساهمين ومراقبة سلوك الإدارة.
  - ضرورة معالجة أوجه القصور في مجال بعض المعلومات وعناصر الشفافية والإفصاح المالي وأساليب ونظم الإدارة المالية مع الاستمرار في العمل على تطوير استكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للسوق وخلق ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة.
  - إنشاء قاعدة بيانات عن الأسواق المالية العربية تتضمن الأوضاع القانونية والمؤسسية للسوق، كما تتضمن الأوضاع الاقتصادية الخاصة بنشاط السوق

<sup>1</sup> محسن أحمد الحضري، إدارة الأزمات، منهج اقتصادي وإداري لحل الأزمات على المستوى القومي والوحدة الاقتصادية، مكتبة مدبولي، القاهرة، بدون سنة نشر، ص 53.

- <sup>2</sup> محمد إبراهيم عبد الرحيم، المتغيرات العالمية للمنظمات، المتخصصة، العولمة، الاقتصاد المعرفي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص 111.
- <sup>3</sup> السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية، نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص 39.
- <sup>4</sup> زهران محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد 2، 2010، ص ص 659-660.
- <sup>5</sup> فريد النجار البورصات والهندسية المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998-1999، ص 207.
- <sup>6</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 12.
- <sup>7</sup> Rose Anne Dana Monique Jean Blanc Picquèr, marché financiers en temps continu valorisation et Équilibre 2<sup>ème</sup> édition. Economica, paris, 1998, P 46.
- <sup>8</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سورية، الطبعة الأولى، 2002، ص ص 41-43.
- <sup>9</sup> منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2000، ص ص 21-22.
- \* قد يظهر بعض الاختلاف في التواريخ باختلاف المراجع وهذا يعود لوجود فاصل زمني بين تاريخ التأسيس القانوني وتاريخ مباشرة التداول الفعلي.
- <sup>10</sup> من الموقع: <http://www.amf.org.ae> اطلع عليه بتاريخ: 2015/12/10.
- <sup>11</sup> محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم-سندات-أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان-الأردن، 2006، ص ص 207-210.
- \* تقوم هذه الهيئات أو اللجان برسم السياسات العامة للسوق واعتماد خططها وتعزيز أهدافها ووسائلها وأساليبها، إقرار شروط تسجيل شركات جديدة، تحديد مواصفات الوسطاء والسماسة ورسوم خدماتهم...
- <sup>12</sup> إبراهيم اونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 89، السنة العاشرة، جانفي 2010، ص 9.
- <sup>13</sup> خليل المهدي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص 235.
- <sup>14</sup> عمر عتر، عثمان عتر، تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (ناشئة-متقدمة)، مجلة علوم إنسانية، جامعة حلب، سوريا، العدد 45، 2010، ص 7.
- <sup>15</sup> صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، عالم الكتاب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص ص 63-64.
- <sup>16</sup> محمد مدلول علي، أسواق الأوراق المالية العربية الواقع وتحديات المستقبل، مجلة بابل للعلوم الإنسانية، العراق، المجلد 15، العدد 4، 2008، ص 1248.
- <sup>17</sup> عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004، ص ص 136-141.
- <sup>18</sup> إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية "انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية"، الدائرة الاقتصادية والفنية، ابوظبي، الإمارات العدد 9، 2009، ص ص 18-20.
- <sup>19</sup> خليل المهدي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 259-262.