

## اندماج الأسواق المالية العربية بين تحديات الواقع ورهانات المستقبل

*The integration of Arab financial markets between the challenges of reality and future bets*

تاريخ الاستلام: 2018/01/26

تاريخ قبول النشر: 2018/02/22

د. بن دعاس زهير \*

رقوب نريمان \*\*

أستاذ محاضر قسم أ

طالبة دكتوراه

جامعة سطيف 1 - الجزائر

جامعة سطيف 1 - الجزائر

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تشخيص مسار اندماج الأسواق المالية العربية من خلال مختلف اتفاقيات التعاون والاندماج التي تم إبرامها تحت إشراف الهيئات العربية المشتركة، وكذا من خلال قياسه باستخدام مصفوفة الارتباط بين أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية، وقد خلصنا إلى أنه لا يزال دون المستوى المأمول، بحكم ضعف تنفيذ أغلب اتفاقيات الاندماج وتدني درجة الارتباط بين مختلف الأسواق المالية العربية، بالرغم من الإمكانيات المعتبرة التي تحوزها المنطقة، وذلك بسبب العديد من العراقيل والمعوقات التي تحول دون تحقيقه، يتعلق بعضها بالظروف الاقتصادية والسياسية السائدة، وبعضها الآخر بالأسواق المالية في حد ذاتها. وعليه فتحقيق أدنى مستوى من الاندماج يتطلب مجابهة هذه العراقيل، وتوفير الإرادة السياسية الداعمة له.

الكلمات المفتاحية: الاندماج المالي، اندماج أسواق رأس المال، الأسواق المالية العربية.

**Abstract:**

*This study aims at diagnosing the course of the integration of Arab financial markets through various cooperation and integration agreements which have been concluded under the supervision of the Arab joint bodies, as well as by measuring this integration using the correlation matrix among the most important indicators of the Arab financial markets. We have found that it is still below the desired level, due to the weak implementation of most of the agreements of the integration and the weak correlation between the different Arab financial markets, despite the considerable*

\* e-mail : [zoh\\_ir19@hotmail.com](mailto:zoh_ir19@hotmail.com)\*\* e-mail: [narimeneragoub@outlout.fr](mailto:narimeneragoub@outlout.fr)

*potential that the region possesses, that due to so many obstacles and impediments that prevent to achieve it, which some are related to economic and political conditions in the region, and some are related to financial markets themselves. So achieving the lowest level of integration requires confronting these obstacles and providing the political will that supports it.*

**Keywords :** *financial integration, integration of financial markets, Arab financial markets.*

#### المقدمة:

اكتست فكرة تحقيق الاندماج بين الأسواق المالية أهمية بالغة في جهود الاندماج الاقتصادي العربي بفعل التطورات الاقتصادية السريعة التي طبعت العلاقات الاقتصادية الدولية منذ الربع الثاني من القرن الماضي، وكذا بفعل التحولات الجذرية التي عرفتها نظرية التكامل في حد ذاتها، إذ أصبح متاح للدول تحقيق أي مستوى من الاندماج في أبعاده المختلفة دون ضرورة المرور بمرحلة بيلا بلاسا\*.

وفي خضم ذلك، حاولت مؤسسات العمل العربي المشترك على غرار صندوق النقد العربي تشجيع كل المبادرات التي تستهدف تحقيق اندماج الأسواق العربية منذ ثمانينات القرن الماضي من خلال محاولة إيجاد قنوات ومنافذ للربط والدمج بين مختلف آليات هذه الأسواق، كتوسيع قاعدة سوق الأوراق المالية أمام المستثمرين العرب وتنسيق التشريعات التنظيمية لأسواقها المالية وتسهيل عمليات الإدراج المشترك وتوحيد آليات التداول، بما يسمح بتدوير الفوائض المالية العربية إقليمياً وتشجيع التدفقات الاستثمارية البنينة وتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، إلا أن هذه الجهود تعرضت لتحديات جمة حالت دون الوصول إلى أهدافها، وفي هذه الورقة البحثية سنحاول الوقوف على ذلك من خلال استعراض جهود الدول العربية في تحقيق اندماج أسواقها المالية مع طرح بعض آليات لتفعلية مستقبلاً، وعليه فقد تم طرح إشكالية البحث كالتالي:

ماهي رهانات نجاح الاندماج بين الأسواق المالية العربية في ظل التحديات التي تفرضها

#### التحولات الاقتصادية الراهنة؟

ويندرج ضمن التساؤل الرئيس التساؤلات الفرعية التالية:

- ماذا يقصد باندماج الأسواق المالية؟
- ماهي أبرز التطورات التي عرفتها الأسواق المالية العربية؟
- ما قدر التقدم الذي أحرزته الدول العربية في تحقيق اندماج أسواقها المالية؟

- ما هي التحديات التي تواجه اندماج الأسواق المالية العربية؟

- كيف يمكن تفعيل اندماج

وللإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة ، تم تقسيم البحث إلى ثلاث محاور:

- مفهوم اندماج الأسواق المالية

- تحليل تطور أداء الأسواق المالية العربية 1994-2016.

- تشخيص مسار اندماج الأسواق المالية العربية وآليات تفعيله.

أولاً: مفهوم اندماج الأسواق المالية:

عرف النظام المالي العالمي منذ مطلع عقد الثمانينات من القرن الماضي تحولات نقدية ومالية عميقة، لعل أبرزها تكريس ظاهرة العولمة المالية، وتنامي الترابط والاندماج بين مختلف أسواق التمويل، وفيما يلي سنحاول إبراز تعريف اندماج الأسواق المالية وطرق تحقيقه وأسس قياسه.

1- تعريف اندماج الأسواق المالية: يعتبر الاندماج في مجال الأسواق المالية جزء من الاندماج المالي بمعناه الواسع الذي يشير إلى تلك المبادرات التي تتخذها الدول لتحرير وتسهيل تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود<sup>1</sup>، بما يسمح لجميع المشروعات داخل منطقة التكامل الحصول على الائتمان بشروط متساوية وانتقال رأس المال لأغراض التمويل والاستثمار بفرص متكافئة<sup>2</sup>.

وبالنسبة للأسواق المالية فالاندماج يعبر عن زيادة درجة الارتباط بين سوقين ماليين أو أكثر، ما يسمح بإدراج متبادل للأسهم وسندات رأس المال، في حين يعبر بالنسبة لرأس المال في حد ذاته عن تلك الحركية الدولية أو الإقليمية التي نشأت بفعل إلغاء القيود على تنقلاتها بين الدول المتكاملة<sup>3</sup>.

ونشير هنا إلى ضرورة التفرقة بين نطاق الاندماج ودرجته، فنطاقه يتحدد بحسب التوزيع الجغرافي لأسواق التمويل، وهنا يبرز اندماج مالي إقليمي واندماج مالي دولي. في حين تعبر درجة الاندماج على مدى قابلية الأدوات المالية للاستبدال داخل نطاق الاندماج سواء أكان إقليمياً أو دولياً. فمثلاً نقول على سند ما أنه يتصف بدرجة عالية من الاندماج إذا ما اتصف بدرجة عالية من القابلية للاستبدال<sup>4</sup>، وعندما يكون الاندماج شاملاً وعميقاً فإن بيع وشراء أي أصل مالي في مناطق مختلفة لن يكون من شأنه أي تأثير على سعرهما البيئي<sup>5</sup>، وكلما كانت درجة الاندماج عالية كلما تحقق مبدأ تكافؤ الفرص في الوصول إلى مختلف أسواق التمويل.

2- أهمية الاندماج الإقليمي للأسواق المالية: يمكن أن نبرزها في ما يلي<sup>6</sup>:

- تنوع أدوات الاستثمار المالي؛

- تحديث نظم التداول وتبسيط إجراءات إبرام الصفقات وتسويتها؛

- رفع القيود على حركية رؤوس الأموال إقليمياً ودولياً؛

- الاندماج بين الأسواق المالية سيكون بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة المتكاملة؛
- إمكانية تقاسم مخاطر التمويل من خلال سياسات تنوع المحافظ؛
- الاندماج المالي آلية مهمة لاستدامة معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي، كونه يؤدي إلى كفاءة التخصيص ويخفض من تكاليف رأس المال.
- 3- طرق تحقيق الاندماج بين الأسواق المالية: يتم ربط الأسواق ببعضها البعض في البلد الواحد أو بين بلدين أو أكثر داخل تكتل اقتصادي بأساليب وآليات مختلفة، نذكر منها ما يلي<sup>7</sup>:
- ربط شبكة المعلومات المحلية بالشبكات الدولية أو الإقليمية من خلال الربط المستمر أو بعدد من الساعات اليومية؛
- ربط أسواق رأس المال بالوسطاء الماليين؛
- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية وذلك ببناء محفظة الاستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسية؛
- الربط عن طريق توحيد أو تنسيق السياسات المالية بين الدول المتكاملة، من حيث سياسات الاقتراض والإفراض المالي، وسياسات الاستثمار، وقانون الشركات، وشروط التسجيل في البورصة..؛
- الربط التنظيمي والتشريعي باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها؛ وكذلك تنسيق التشريعات الاقتصادية والاستثمارية والمالية؛
- الربط من خلال تشجيع إدراج وتداول أوراق الشركات المشتركة بين البورصات المتكاملة؛
- تحقيق الربط المتكامل لأسواق رأس المال وذلك بتحقيق معظم آليات الربط السابقة في نفس الوقت.
- 4- أسس قياس اندماج الأسواق المالية: من أهمها نذكر ما يلي:
- 1-4- قواعد تستند إلى التشخيص المباشر لجهود الاندماج: تتم بفحص مختلف الاتفاقات والمعاهدات الرسمية التي تستهدف تنسيق السياسات والتعاون المالي، وإزالة القيود على كل العمليات المالية عبر الحدود، وكذا اتفاقيات الإدراج المشترك وآليات التداول والإفصاح والرقابة..الخ.
- 2-4- قواعد مستمدة من نظرية تقييم الأصول الرأسمالية: يمكن الحديث في هذا الإطار عن نموذج تسعير الأصول المالية الدولي (ICAPM)، من خلال تقدير قيم الأصول المالية المسعرة على

مستوى أكثر من سوق؛ ويكون سوقين ماليين مندمجين عندما يندمج الانحراف بين مخاطر الأصول المالية المتداولة فيهما؛ والعكس صحيح في حالة انفصالها.<sup>8</sup>

3-4- قواعد تستند إلى معامل الارتباط: يتم تقدير معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية في الأسواق المالية المندمجة وفق سلسلة زمنية تشمل عوائد الأسهم أو السندات خلال فترة زمنية محددة؛ وكلما كان معامل الارتباط بين العوائد قريب من الواحد كانت الأسواق أكثر اندماجا؛

4-4- قواعد تستند إلى نظرية التكامل المتزامن *cointegration*: يعود الفضل لتأصيل هذه النظرية إلى *granger* سنة 1986، عندما قام بدراسة الارتباط بين الأسواق المالية الدولية في إطار عدم استقرارية السلسلة الزمنية؛ وقد تم تطويرها فيما بعد من طرف *granger* و *angle* سنة 1987. لتلها إسهامات العديد من الاقتصاديين منذ بداية الألفية الثالثة.<sup>9</sup>

#### ثانيا: تحليل تطور الأداء الأسواق المالية العربية بين 1994-2016

سنحاول فيما يلي الوقوف على تطور أداء الأسواق المالية العربية من خلال متابعة بعض مؤشرات أدائها، كالإصدارات الأولية، تحليل تطور القيمة السوقية، حجم التداول، معدل الدوران... الخ.

1- ظروف نشأة الأسواق المالية العربية: تحوز المنطقة العربية إلى غاية نهاية شهر سبتمبر 2016 على 19 سوقا ماليا، تختلف ظروف نشأتها من دولة إلى أخرى بحسب تراكم تجاربها وخبراتها المالية.<sup>10</sup>

1-1- السوق المالي السعودي: يعود تأسيس سوق الأسهم والصكوك في المملكة العربية السعودية إلى 1984/11/23؛ إلا أن إنشاء السوق المالية السعودية (تداول) رسميا كان في مارس 2007؛ وقد عرف في السنوات الأخيرة تطورات هامة فيما يخص قواعد الإدراج ونظم التداول والتسوية والمقاصة... الخ.<sup>11</sup>

2-1- بورصة قطر: تم تأسيس سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون 14 / 1995، وبدأ العمل فيه بصفة فعلية سنة 1997، وقد أصبح يعمل الكترونيا منذ سنة 2000.<sup>12</sup> وتم تحويله إلى بورصة قطر ابتداء من سبتمبر 2010.

3-1- سوق البحرين المالي: تم تأسيسه سنة 1987، زاول نشاطه فعليا اعتبارا من 1989/6/17، وقد عرف العديد من الإصلاحات خاصة تلك المتعلقة بالشفافية والإفصاح، وضمن سلامة التعاملات المالية. ليتم تحويله إلى بورصة البحرين كشركة مساهمة مغلقة بموجب المرسوم رقم 60 لسنة 2010.

- 4-1- السوق المالية بدولة الإمارات: أسست إمارة دبي سوقها المالي في عام 2000؛ وتم إطلاق بورصة دبي العالمية (DIFX) سنة 2005، كأول سوق في المنطقة يسمح فيه بإدراج أسهم أي شركة من أي دولة. أما سوق أبوظبي للأوراق المالية فقد تم تشغيله ابتداء نوفمبر 2000.
- 5-1- سوق الكويت للأوراق المالية: تم افتتاحه سنة 1970، وأخذ صفة الشخصية الاعتبارية سنة 1982، أين أصبحت هيئة مالية مستقلة تتولى إدارته، ويتضمن عدة أسواق منها السوق الرسمية، والسوق الموازية، سوق الخيارات.
- 6-1- سوق مسقط للأوراق المالية: تأسس يوم 1989/5/20، ويعتبر السباق لفصل الدور الرقابي عن الدور التشريعي على المستوى العربي والخليجي، حيث عملت إدارة السوق على ترسيخ القواعد الأساسية للتعامل الصحيح بالتوفير الدائم والمستمر للمعلومات.
- 7-1- بورصة عمان (الأردن): تأسست في 1978/01/01 تحت مسمى "سوق عمان المالي" احتكاما لقانون النشأة الصادر يوم 1967/03/13. ويعتبر من أهم الأسواق المتميزة تشريعيا وتقنيا على المستوى الإقليمي والعالمي، إذ تعتمد على المعايير الدولية في مجال تنظيم آليات ومكونات السوق ونظام التداول الذي يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية ... وقد عرف إصلاحات عديدة، منها قانون لتنظيم الإدراج رقم 2002/75 والذي أدخلت عليه عدة تعديلات خلال الفترة (2014/2006)<sup>13</sup>.
- 8-1- بورصة فلسطين: تأسست في البداية سوق فلسطين للأوراق المالية سنة 1995، كشركة مساهمة خاصة، انطلقت أولى جلساتها سنة 1997، وتم تحويلها منذ سنة 2010 إلى شركة مساهمة عامة تتجاوب مع القواعد التي تسنها الحكومة، وأخذت بذلك إسم بورصة فلسطين، وتعمل تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية طبقا للقانون رقم 12 سنة 2004<sup>14</sup>.
- 9-1- أسواق الأوراق المالية في مصر: تعتبر البورصات المصرية من أقدم وأعرق البورصات في المنطقة العربية، حيث أنشأت أول بورصة في الإسكندرية سنة 1883، تلاها إنشاء بورصة القاهرة سنة 1890 (انطلقت فعليا سنة 1903)<sup>15</sup>. وقد عرفت هاتين البورصتين انتعاشة ملحوظة منذ نشأتها خاصة بعد إصلاحات عقد التسعينيات من القرن الماضي، حيث شرع في تطوير نظام التداول، بالتحول من التداول اليدوي إلى التداول الإلكتروني منذ سنة 1998، ثم استعمال الجيل الجديد للتداول المعروف بنظام X-STEM ابتداء من 2008، كما تم تحديث نظام المقاصة والتسوية ابتداء من سنة 2010، بالإضافة إلى إنشاء بورصة النيل داخل بورصتي القاهرة والإسكندرية سنة 2010 كآلية لتنفيذ الشركات الصغيرة والمتوسطة المصرية.
- 10-1- البورصة المغربية: تعود نشأة بورصة الدار البيضاء المغربية إلى سنة 1929، حيث كانت تحمل اسم "مكتب المقاصة في القيم المنقولة، بهدف التحكم في عمليات الدفع والصرف،

ليحل محلها مكتب تداول القيم المنقولة سنة 1948. وقد عرفت العديد من الإصلاحات في آليات عملها، كان أهمها المبادرة الإصلاحية الواسعة لسنة 1986؛ وإصلاح سنتي 1997 و1998، ثم إصلاحات 2007 المتعلقة بآليات التداول<sup>16</sup>.

**11-1- بورصة تونس :** نشأت في فيفري 1969 على شكل شركة عمومية، وقد عرفت العديد من الإصلاحات، أهمها تلك المتعلقة بمهام تسيير السوق، والرقابة، وإنشاء بورصة الأوراق المالية سنتي 1994 و1995، وكذا هيئة السوق، وشركة المقاصة، لتتعمق إصلاحاتها أكثر فأكثر سنة 2007، حيث أصبحت تضم سوق شركات كبرى وسوق الشركات الصغيرة وسوق سندات الدين العام.

**12-1- بورصة الجزائر:** نشأت وفقا للمرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 ولم تنطلق فعليا إلا بعد 25 ماي 1997، وقد عرفت العديد من الإصلاحات أهمها سنة 2012 حيث أصبحت تضم ثلاث أسواق، وهي السوق الرسمية المتعلقة بالشركات كبرى، وسوق للشركات الصغيرة والمتوسطة، وسوق سندات الدين العام<sup>17</sup>.

**13-1- سوق دمشق للأوراق المالية:** تأسست سوق دمشق للأوراق المالية بموجب مرسوم تشريعي صادر يوم 2010/01/2006، وقد أعطاه المشرع الشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية ويتم التداول وفق مبدأ المزايد المستمر<sup>18</sup>.

**14-1- سوق الأوراق المالية في السودان :** جاء إنشائه ضمن الإستراتيجية الشاملة للإصلاح (1992-2002)، ما عجل بصدور القانون المنظم لسوق الخرطوم سنة 1994، وقد أفتتح رسميا سنة 1995، كسوق ثانوية للتداول، كما شهد منذ بداية الألفية تطورات ملحوظة نتاج التوسع الذي عرفته القطاعات المدرجة، خاصة قطاع التأمين، البنوك، والصناعة والخدمات<sup>19</sup>.

**15-1- سوق بيروت المالي:** تأسس في 03/07/1920، تركزت عملياته في بداية عهده على الذهب، نظرا لقلة شركات المساهمة المقبولة بالسوق آنذاك، ولم يتبلور دوره الحقيقي إلا مع الانفتاح الاقتصادي في عقد التسعينيات من القرن الماضي حيث تم تأسيس السوق المالي بشكله الرأسمالي والنقدي على أحدث الأسس العالمية المعروفة<sup>20</sup>.

**16-1- سوق الأوراق المالية الليبية:** تم افتتاحه سنة 2006، بغرفتين الأولى في طرابلس والثانية في بنغازي، وذلك بموجب القرار رقم 134 الصادر في 3 يونيو 2006.

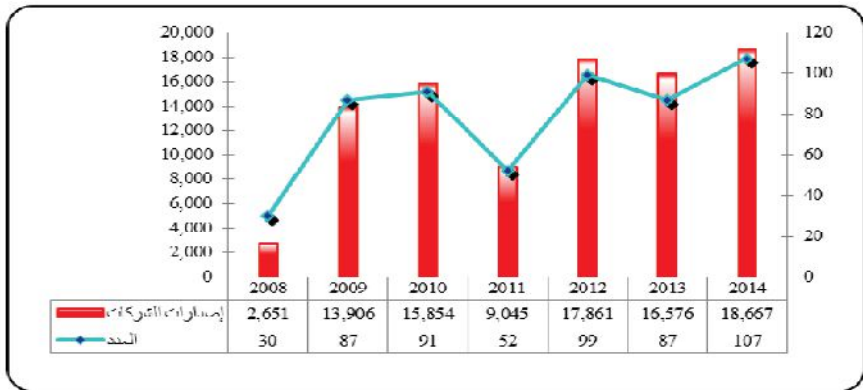
**17- سوق العراق للأوراق المالية (ISX):** تم إنشائه بموجب القانون 24 سنة 1991، وقد مر نشاطه بفترتين أساسيتين، امتدت الأولى من سنة 1993 إلى 2003 (سنة الغزو)، أما الفترة الثانية فتأتي بعد إعادة إطلاقه بتاريخ 18 مارس 2004<sup>21</sup>.

2 - تطور الإصدارات الأولية في الأسواق المالية العربية: عرفت الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات والصكوك في الأسواق المالية العربية تطوراً ملموساً سواء من حيث القيمة أو العدد، وهذا ما سنحاول الوقوف عليه فيما يلي.

1-2- الاكتتابات الأولية في الأسهم: عرفت الإصدارات الأولية من الأسهم تحسناً منذ بداية الألفية، رغم التذبذبات التي عرفتها بين سنتي 2009 و 2010، بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية<sup>22</sup>، أما في السنوات الأخيرة فقد تم تسجيل 26 إصداراً (الاكتتاب الأولي) بقيمة إجمالية بلغت حوالي 10,5 مليار دولار سنة 2014، ما يعكس تواصل الثقة في مختلف هذه الإصدارات. وقد تصدرت القطاعات الصناعية قائمة الإصدارات الجديدة بعدما كان مهيمناً عليها من طرف قطاع البنوك والخدمات في السنوات السابقة، رغم تواصل سيطرته من حيث القيمة (تمثل قيمة إصدارات قطاع البنوك والخدمات حوالي 57% من قيمة الإصدارات الأولية)، أما من حيث زيادة رأس المال عبر الاكتتابات في حقوق الإصدار فقد تراجعت سنة 2014 إلى حوالي 44 عملية، بقيمة اكتتاب لم تتعدى 3,4 مليار دولار بعدما سجلت سنة 2013 حوالي 46 عملية اكتتاب بقيمة 4,2 مليار دولار. مع العلم أن أعلى عملية اكتتاب كانت سنة 2008 بحوالي 94 عملية اكتتاب بقيمة بلغت 21 مليار دولار.

2-2- الإصدارات السنوية في الأسواق المالية العربية: توسعت الإصدارات السنوية سنة 2014 مسجلة حوالي 107 إصدار جديد بقيمة 18,7 مليار دولار مقابل 87 إصدار سنة 2013، بقيمة إجمالية لم تتعدى 16,6 مليار دولار، والشكل أدناه يعطينا لمحة على تطورها في الفترة (2008-2014).

الشكل رقم (01): إجمالي الإصدارات السنوية للشركات العربية 2008-2014



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، 2015، ص: 187



يتضح من الشكل السابق تواصل اعتماد الشركات العربية على الإصدارات السنديّة من أجل تمويل مشاريعها، كما تواصلت هيمنة شركات الإمارات العربية على هذه الإصدارات بحوالي 35 إصدار جديد سنة 2014، بقيمة 11 مليار دولار، مقابل 24 إصدار سنة 2013 بحوالي 8,8 مليار دولار.

أما فيما يخص الإصدارات السنديّة السيادية فقد سجلت سنة 2014 حوالي 183 إصدار جديد بقيمة إجمالية تعدت 53 مليار دولار مقابل 166 إصدار سنة 2013. وقد ارتبطت جلها بتمويل العجز الموازي خاصة في الأردن ومصر اللتان استحوذا على أكثر من 65 % من إجمالي هذه الإصدارات، حيث أصدرت مصر لوحدها 30 إصدار سنة 2014 بقيمة تعدت 26 مليار دولار، تلتها الأردن بقيمة إصدارات بلغت حوالي 9,1 مليار دولار، فقطر والكويت والبحرين بقيمة إصدارات 4,7,4,1,3,3 مليار دولار على التوالي. وقد تواصلت هذه الإصدارات سنة 2015 مسجلة حوالي 90.4 مليار دولار، أي بنسبة زيادة كبيرة بلغت 70 في المائة بالمقارنة مع إصدارات سنة 2014<sup>23</sup>.

3-2- إصدارات الصكوك في الأسواق المالية العربية تواصل إصدار الصكوك الإسلامية في العديد من الدول العربية (الحكومات والشركات) رغم تراجع وتيرتها مقارنة بالسنوات السابقة، حيث بلغت 19 مليار دولار سنة 2014 مقابل 21,4 مليار دولار سنة 2013، ويعود هذه التراجع إلى انخفاض إصدارات الشركات بالدرجة الأولى (تراجعت إصدارتها بحوالي 33% سنة 2014 مقارنة بسنة 2013). و الجدول التالي يبين تطورها بين سنة 2006-2015.

## الجدول رقم(01) إصدارات الصكوك 2006-2015

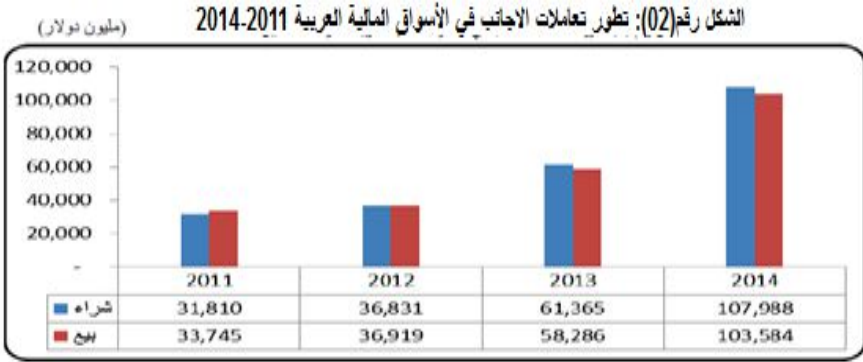
السنوات	عدد إصدارات	قيمة الشركات	إصدارات	قيمة الإصدارات الحكومية	قيمة الإصدارات- بالمليار دولار
2006	40	9,02	2,4	11,42	
2007	50	15,13	3,72	18,88	
2008	43	5,54	3,49	9,03	
2009	34	2,26	5,75	8	
2010	33	4,14	2,27	9	
2011	46	5,45	15,28	20,7	
2012	44	10,95	10,52	21,47	
2013	50	14,11	7,5	21,66	
2014	32	9,98	9,1	19,08	
2015		10,6	-	-	

المصدر: اعتمادا على التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، أعداد

مختلفة

يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة الإصدارات الحكومية من الصكوك عرفت سنة 2014 زيادة بنحو 21% مقارنة بسنة 2013. حيث بلغت حوالي 9,1 مليار دولار مقابل حوالي 7,6 مليار دولار سنة 2013، رغم انخفاض أعدادها إلى 16 إصدار (سنة 2014) مقابل 23 إصدار سنة 2013، تجدر الإشارة إلى أن جل هذه الإصدارات كانت في السوق المالية السعودية (12 إصدار) وبورصة أبو ظبي ودبي، (4 إصدارات)، حيث تمت ثمانية إصدارات بالعملات المحلية والباقي بالدولار الأمريكي، وقد جاءت في شكل صكوك إجارة بحوالي 3,2 مليار دولار، فصكوك المضاربة بحوالي 2 مليار دولار، ثم الصكوك الاستثمارية والمرابحة بحوالي 1,5 و 1,3 مليار دولار على التوالي<sup>24</sup>،

3- الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية العربية: قفزت استثمارات الأجانب في الأسواق المالية العربية بحوالي 70% سنة 2014 مقارنة بسنة 2013 بسبب تحسن بيئة الاستثمار في العديد من الدول العربية، بالإضافة إلى تحسن نشاط الإصدارات الأولية للأسهم والسندات والصكوك، والشكل التالي يبرز تطور استثمارات الأجانب في الأسواق المالية العربية.



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، 2015، ص: 182

يتضح من الشكل أعلاه تنامي حجم تعاملات الأجانب (أفرادا ومؤسسات) في أغلب الأسواق المالية العربية بيعا وشراء، حيث بلغت مشتريات الأجانب في مجملها سنة 2014 حوالي 108 مليار دولار، هو ما يمثل 13% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية، في حين بلغت مبيعات الأجانب حوالي 103 مليار دولار سنة 2014، ما يمثل صافي تدفقات قدره 4,4 مليار دولار، ولا تزال أسواق أبو ظبي ودبي تنصدر الأسواق المالية العربية فيما يخص حركية الاستثمار الأجنبي، حيث سجل سوق أبو ظبي ودبي لوحدهما تعاملات الأجانب (بما فيها العرب) في حدود 47%، متبوعة ببورصة البحرين التي يمثل فيها تداول الأجانب حوالي 35%، كما يتداول الأجانب حوالي 20% و21%، في سوق الأوراق المالية المصرية وبورصة قطر على التوالي، في حين تبقى مساهمة الأجانب في باقي الأسواق العربية أقل من 10%.

4- تحليل مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية 1994-2016: شهدت الأسواق المالية العربية طوال هذه الفترة تطورات مهمة في أدائها، سواء ما تعلق بمؤشرات أسواقها أو الرسملة البورصية أو عدد الشركات المدرجة أو الأسهم المتداولة.. الخ ، والجدول أدناه يلخص لنا ذلك.

## الجدول رقم (02) : تطور أداء الأسواق المالية العربية 1994-2016

المؤشر المركب ص ن ع	معدل دوران الأسهم %	عدد الشركات المدرجة	عدد الأسهم المتداولة بمليون سهم	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	القيمة السوقية (مليون دولار)	
100	14.49	1089	3,150.05	10,513.17	72,536.71	1994
108.3	17.71	1081	9,590.30	14,988.24	84,619.44	1995
119.93	28.33	1091	26,621.45	30,529.62	107,766.49	1996
138.45	43.9	1184	35,856.03	63,894.75	145,562.02	1997
104.12	28.92	1446	15,837.26	35,536.37	122,872.06	1998
114.31	23.86	1643	11,865.53	35,594.20	149,150.33	1999
102.21	24.66	1678	9,073.06	36,538.94	148,158.38	2000
100.11	28.04	1687	23,522.53	42,687.85	152,230.05	2001
100.71	31.31	1826	46,086.29	65,400.09	208,858.11	2002
141.87	63.88	1726	63,388.64	232,420.38	363,827.70	2003
215.7	91	1597	57,029.43	568,289.15	622,425.15	2004
413	111	1665	110,847.0	143,5412.0	1,289,637	2005
237	189	1623	168,582.0	168,4997.6	888,221	2006
328.3	98	1541	32,3019.0	110,8070.1	1,338,600	2007
166.2	57.7	1543	280,373.68	891,999.98	805,561.98	2008
196.3	66	1520	350,816.30	567,872.92	887,087.36	2009
257.6	38.2	1480	200,757.89	348,944.77	991,533.62	2010
292.2	44	1458	152,496.56	379,897.20	884,490.05	2011
310,8	37,4	1392	223,945.58	586,387.58	941,412.62	2012
320,9	47	1373	272,937.00	483,364.33	1,120,246.78	2013
327,4	69,4	1405	356,000.30	800,955.65	1,231,473.46	2014
-	43	1402	231,457.38	540,506.96	1,085,991.47	2015
-	-	-	37,861.94	72,149.58	1,021,462.44	2016/6

المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقاً من قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، صندوق النقد

العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة، متاح على الموقع [www.amf.org](http://www.amf.org)

يتضح من الجدول (02)، أن الأسواق المالية العربية عرفت تطورات هامة في مستويات أدائها رغم تذبذباتها بين الفينة والأخرى، خاصة أعقاب أزمة 2007، وقد بلغ المؤشر المركب لصندوق النقد العربي مداه سنة 2005، إذ وصل إلى حدود 413 نقطة، ليأخذ بعدها منحى تنازلي بسبب تداعيات الأزمة المالية الأخيرة، حيث انخفض إلى أدنى مستوياته سنة 2008، إذ لم يتعدى 166 نقطة مع تفاوته بشكل لافت بين مختلف الأسواق المالية العربية؛ ليعرف بعدها ارتفاعات سنوية متتالية إلى أن بلغ 327 نقطة سنة 2014، وهو ما يعكس التعافي التدريجي لأداء الأسواق المالية رغم تداعيات أزمة الديون السيادية منذ 2011، وكذلك موجات الربيع العربي التي كانت لها تأثيرات على تدهور المناخ الاستثماري في العديد من الدول العربية، لكن تداعيات أزمة النفط منذ سبتمبر 2014 كانت واضحة على أداء الأسواق المالية العربية خاصة على الأسواق المالية الخليجية<sup>25</sup>، ما انعكس على انخفاض المؤشر العربي المركب بحوالي 7% سنة 2015 مقارنة بسنة 2014.

أما فيما يخص القيمة السوقية في الفترة 1994-2015، فقد عرفت ارتفاعات هامة، حيث انتقلت من حوالي 72 مليار دولار سنة 1994 إلى ما يقارب 1,1 ترليون دولار سنة 2015، مع تسجيل تذبذباتها من سنة إلى أخرى، لعل أبرزها ما حدث بين سنتي 2007 و2008، حيث انخفضت القيمة السوقية في الأسواق العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي إلى حوالي 888 مليار دولار بعدما تعدت 1,3 ترليون دولار سنة 2007، وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية. لتعرف بعدها تنامي سنة بعد سنة، بسبب ارتفاع رسملة أهم الأسواق العربية كسوق الأسهم السعودي وسوق دبي المالي سوق الأوراق المالية الكويتي، إضافة إلى ارتفاع عدد الأسواق العربية، والتحسن النسبي في أدائها من سنة إلى أخرى نتيجة الإصلاحات المطبقة، وكذا استقرار الظروف الاقتصادية وارتفاع أسعار المواد الأولية قبل بروز تداعيات الأزمة النفطية نهاية سنة 2014<sup>26</sup>.

أما فيما يتعلق بأحجام التداول فقد سجلت الأسواق المالية العربية ارتفاع ملحوظ في قيمة الأسهم المتداولة، حيث انتقلت من 10 مليار دولار سنة 1994 إلى ما يتعدى 1.11 ترليون دولار في نهاية 2007<sup>27</sup>، بسبب ارتفاع حجم التداول في سوق الأسهم السعودي وبورصة الكويت وسوق مسقط المالي وسوق دبي المالي، إلا أن تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 كان له التأثير الواضح على قيم تداول الأوراق المالية العربية، حيث تراجعت إلى حدود 348 مليار سنة 2010، وقد كان هذا التراجع بشكل لافت في ستة أسواق، هي السوق المالية السعودية والبورصة الكويتية، سوق الإمارات، بورصة قطر، وبورصة القاهرة، (هذه الأسواق تشكل حوالي 91% من أحجام التداول في البورصات العربية)<sup>28</sup>. لتعرف بعدها تعافي تدريجي سنة بعد

سنة، حيث بلغت قيمة التداول مداها سنة 2014 بحوالي 835 مليار دولار، أي بارتفاع قدره 56% مقارنة بسنة 2013، ويعزى ذلك بالدرجة الأولى للارتفاع الكبير في مستويات سيولة السوق المالية السعودية، التي ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة فيها بحوالي 206 مليار دولار، بسبب الإدراجات الجديدة والسماح للأجانب بالتداول فيها، بالإضافة الى تلك الزيادات الكبيرة في قيمة التداول في بورصات أبو ظبي وقطر ومصر (حوالي 120 مليار)، إلا أن أزمة النفط الأخيرة كان لها تأثير سلبي على مجمل قيم التداول، إذ لم تتعدى 541 مليار دولار نهاية 2015.

وفيما يخص عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة، فقد بلغت حوالي 231 مليون سهم نهاية 2015 بانخفاض قدره 34.2% مقارنة بسنة 2014 التي سجلت حوالي 356 مليون سهم، وقد جاء هذا الانخفاض نتيجة تراجع قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية بالدرجة الأولى وسائر البورصات الخليجية<sup>29</sup>، بسبب تداعيات انخفاض أسعار النفط منذ النصف الثاني من سنة 2014.

أما فيما يخص معدل الدوران الذي كلما ارتفع أدى إلى نقصان تكاليف الصفقات، فيتضح من خلال الجدول السابق أنه عرف ارتفاع متتالي منذ سنة 2000، وسجل أعلى مستوياته في السوق السعودي وسوق الكويت، حيث تعدى نسبة 150% فيما إلى غاية 2007.

وما يلاحظ كذلك أن سنة 2014 سجلت أحسن معدل دوران في الأسواق المالية العربية منذ أزمة 2008 حيث تعدى 69% كمتوسط، وهو دليل على تنامي حركية الاستثمارات في البورصات العربية خاصة قبل انهيار أسعار النفط، ويبقى أعلى معدل دوران ذلك المسجل في السوق المالية السعودية بحوالي 184%، وسوق أبو ظبي المالي بحوالي 118%، بعدما كانا لا يتعدى 78% و 61% في السوقين سنة 2013.

إن تذبذب معدل الدوران عربيا يعزى إلى ارتفاع مخاوف المستثمرين الأجانب وانكشاف الأسواق المالية العربية على تأثيرات الأزمة المالية العالمية و أزمات المديونية، بالإضافة إلى الأحداث التي شهدتها المنطقة (ما يسمى بالربيع العربي). وأخيرا تبعات أزمة النفط التي كبدت الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال سنة 2015 خسائر في حدود 146.6 مليار دولار، ما يمثل حوالي 12% من قيمتها السوقية.

5- أهم سمات الأسواق المالية العربية: على ضوء ما سبق، ومن خلال المقارنة بين مستوى أداء البورصات العربية يمكن أن نستنتج ما يلي:

- تفاوت كبير بين الأسواق العربية في مختلف مستويات الأداء نظرا لتفاوت تجاربها وخبراتها؛
- ضعف درجة السيولة، ويظهر ذلك تحديدا في ضعف معدل الدوران وعدد أيام التداول؛

- تفاوت معدلات الرسملة البورصية، فإذا تعدت %100 في الكويت والأردن والسعودية والإمارات وقطر، فإنها تتركز بين %10 و %50 في بقية الدول؛

- ضيق نطاق الأسواق العربية قياساً بعدد الشركات المدرجة، حيث بلغ متوسط عدد الشركات المدرجة حوالي 70 شركة مقابل 350 شركة في الأسواق الناشئة و750 شركة في الأسواق المتقدمة؛

- صغر حجم رأس المال السوقي، فنجد في الدول المتقدمة المؤسسات تستحوذ على حوالي %60 من الاستثمارات في حين الأسواق المالية العربية يستحوذ الأفراد فيها على حوالي %80 من حجم التداول؛

- تركز عمليات التداول على عدد محدود من الأسهم، فمثلاً وصلت درجة التركيز في الأردن إلى أكثر من %70 وأكثر من %75 في السعودية؛

- تشكل رسملة البورصات الخليجية نسبة تتعدى %80 من رسملة البورصات العربية مجتمعة؛

- الإفراط في استعمال الائتمان المصرفي في تمويل شراء الأسهم؛

- عرفت الأطر التشريعية والقانونية والرقابية تحسن في شتى الأسواق العربية، حيث أدخلت جلها آليات عمل جديدة تستند لمبادئ الكفاءة والشفافية والإفصاح والحوكمة؛

- الانكشاف على الأزمات المالية العالمية، فمثلاً تأثيرات الأزمة العالمية لسنة 2007 تداعت على الأسواق العربية منذ نهاية 2008، خاصة في الاقتصاديات المنفتحة على الأسواق العالمية، ما أدى إلى تباطؤ معدلات نموها الاقتصادي بسبب شح السيولة، وخروج رؤوس الأموال بشكل مكثف من النظام المالي العربي، فتراكمت بذلك الخسائر العربية سواء الفردية أو المؤسسية بسبب انهيار أسعار الأصول المالية والحقيقية العالمية، ما انعكس سلباً على المشاريع التنموية؛

ثالثاً: تشخيص مسار اندماج الأسواق المالية العربية وآليات تفعيله:

يمكن تشخيص جهود اندماج الأسواق المالية العربية من خلال الوقوف على جهود الهيئات العربية المشتركة، وكذلك من خلال قياس درجة الترابط بين مختلف هذه الأسواق.

1- جهود الهيئات والمؤسسات المالية المشتركة في تحقيق اندماج الأسواق المالية العربية: يعتبر اتحاد البورصات العربية وهيئات أسواق المال وصندوق النقد العربي من أهم الهيئات والمؤسسات المالية العربية المشتركة التي تبذل جهوداً مضيئة من أجل تقريب الأسواق المالية العربية من بعضها البعض تمهيداً لتحقيق اندماجها.

1-1- دور اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية: أنشئ اتحاد البورصات العربية وهيئات أسواق المال العربية سنة 1982، كتنوع لاجتماعات مجلس محافظي البنوك المركزية من أجل تدعيم وأواصر التعاون المالي العربي وإرشاد التعاون بين المؤسسات المالية القائمة، وتبادل الخبرة والمعونة الفنية، والمساهمة في تنسيق وتوجيه القوانين والأنظمة المعمول بها في ميدان الأسواق المالية، علاوة على تذليل العقبات التي تعترض الاستثمار العربي وتوسيع قاعدته، وتنوع أدواته، وتشجيع إدراج وتبادل الأوراق المالية العربية، سعياً لإطلاق السوق المالية العربية المشتركة التي تعتبر من أهم المهام التي نص عليها نظامه الأساسي<sup>30</sup>

لقد تركزت جهود الاتحاد منذ تأسيسه سنة 1982، على توسيع قاعدة العضوية وتشجيع قيام أسواق مالية منظمة في الدول العربية، ونشر الوعي التوظيفي وتبادل المعلومات والبيانات بين الدول الأعضاء، وتنسيق وتوجيه القوانين والأنظمة المعمول بها في قطاع الأوراق المالية، وكذا في مجال الربط بين الأسواق المالية العربية، ويمكن أن نرصد العمل في هذا الاتجاه من خلال مرحلتين:

- المرحلة الأولى: تركزت جهود الإتحاد في الفترة التي امتدت من 1987-1992، على تشجيع إنشاء البورصات في مختلف الدول العربية وتبادل الإدراجات بين البورصات الأعضاء.

- المرحلة الثانية: تبنى الإتحاد بعد سنة 1992 آليات جديدة لتحقيق الربط بين الأسواق المالية الأعضاء في الإتحاد، استهدفت تسهيل تملك وتداول الأوراق المالية الصادرة والمسجلة في أي بورصة أخرى بأقل جهد وتكلفة، وكذا اعتماد الإدراج المشترك بين الأسواق المالية العربية ودعم اتفاقيات الربط المشترك<sup>31</sup>.

2-1- دور صندوق النقد العربي في تحقيق اندماج الأسواق المالية العربية : سعى صندوق النقد العربي منذ تأسيسه وبداية عمله إلى التعرف عن كثب على متطلبات التطوير والتنسيق والربط بين الأسواق المالية العربية، إذ نصت اتفاقية نشأته (سنة 1976)، على أنه من أهداف الصندوق العمل على تطوير الأسواق المالية العربية.

وفي هذا السياق نظم الصندوق منذ أوائل الثمانينات من القرن الماضي عدة مؤتمرات استهدفت التقييم الدوري للتطورات الحادثة في مختلف الأسواق المالية العربية، كما ساهم في عدة دراسات متخصصة حول إمكانية تداول أسهم الشركات العربية، وتبادل الإدراجات بين مختلف الأسواق في المنطقة، ومنذ سنة 1987 بدأ في تنفيذ المخطط الكلي الشامل لتطوير الأسواق المالية العربية، وتوثيق الربط فيما بينها في الأمد الطويل<sup>32</sup>، ومن أجل ذلك تبنى صندوق النقد العربي برنامج عمل يتكون من العناصر التالية<sup>33</sup>:



- إجراء مسوحات ميدانية على الأسواق المالية العربية قصد تشخيص أوضاعها والخروج بتوصيات عملية محددة للتطوير والتنسيق؛

- إنشاء قاعدة بيانات حول نشاط الأسواق العربية لرأس المال (منذ1994)؛

- العمل على تنسيق وتوحيد الأنظمة المعمول بها في الأسواق المالية القائمة بالدول العربية، وإيجاد قنوات للاتصال بينها، وتسهيل تبادل الإصدارات من الأسهم والسندات؛

- المساهمة في تطوير أدوات الاستثمار المعروضة بالأسواق العربية وتنويعها من أجل مواكبة متطلبات التنمية من جهة، وتحقيق الاندماج المالي والاقتصادي العربي المستهدف من جهة أخرى.

2- اتفاقيات التعاون والاندماج بين الأسواق المالية العربية: تمكنت الأسواق المالية العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والاندماج فيما بينها، وذلك بعقد عدة اتفاقيات ثنائية وثلاثية للإدراج المشترك والتداول، نذكر منها ما يلي:

1-2- اتفاقية الربط الثلاثي سنة 1996 لأسواق (مصر – الكويت- لبنان): تعتبر من أفضل الإنجازات التي تمت في مسار التعاون المالي العربي، وذلك لقيامها على أسس تنظيمية وفنية واضحة، تستهدف تنسيق وتوحيد القوانين والأنظمة المعمول بها في مجال إدراج وتداول الأوراق المالية، وكذا تبادل المعلومات وتنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المدرجة في البورصات أطراف الاتفاقية<sup>34</sup>.

2-2- اتفاقية التعاون المشترك بين سوق عمان المالي وسوق البحرين المالي سنة 1998: جاءت هذه الاتفاقية لكي تساهم في تشجيع الاستثمار في شركات المساهمة الأردنية والبحرينية، وتسهيل إجراءات التعامل لمواطني البلدين في الأوراق المالية.

3-2- مذكرة تفاهم بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية: تم إبرامها بهدف تنمية آفاق التعاون بين السوقين، وتذليل العقبات أمام انسياب الاستثمارات بين البلدين.

4-2- اتفاقية الربط الفني لأسواق الأوراق المالية في (السعودية، الإمارات العربية، سلطنة عمان): تندرج عملية الربط الفني لأسواق السعودية والإمارات وسلطنة عمان ضمن مشروع ربط الأسواق المالية الخليجية فنيا، بما يُمكن من توفير المعلومات حول تداول الأوراق المالية لحظيا فيما بينها عن طريق وسيط واحد على الأقل في كل دولة.

2-5- اتفاقية توحيد آليات التعامل في الأسواق المالية الخليجية المبرمة سنة 2011: جاءت هذه الاتفاقية كتتويج لكل الاتفاقيات السابقة التي تم إبرامها بين دول المجلس، كونها ارتكزت على تحقيق تكامل آليات التعامل في الأسواق المالية الخليجية من خلال توحيد نظم التداول والإدراج والوساطة البيئية بما يساعد مواطني المجلس على تداول وشراء وتملك أسهم الشركات المدرجة في أسواقها، ضمانا للحصول على نفس المعاملة دون تمييز في إطار السوق الخليجية المشتركة، بالإضافة إلى تنسيق أيام التداول، وكذا توحيد آليات المقاصة والتسوية<sup>35</sup>.

2-6- مذكرات تفاهم وتعاون أخرى: تم إبرام العديد من مذكرات التفاهم والتعاون نذكر منها<sup>36</sup>:

- اتفاقية مذكرة تفاهم بين سوقي البحرين المالي وبورصة الدار البيضاء المغربية سنة 1996.

- اتفاقية تعاون بين بورصتي مصر وبورصة تونس تم إبرامها سنة 2001، بهدف زيادة التعاون المشترك فيما يخص الإدراج والتداول، وتسهيل آليات المقاصة، وتبادل المعلومات.

- مذكرة تفاهم بين هيئة السوق المالي المصري وهيئة الأوراق المالية الأردنية، تم إبرامها يوم 2004/02/22، بهدف تبادل المعلومات والتعاون في مجال الرقابة والمقاصة والتسوية والتدريب.

- مذكرة تفاهم بين هيئة أسواق المال المصرية وهيئة السوق المالية لسلطنة عمان: تم إبرامها يوم 2005/06/09، بغية تبادل المعلومات والتعاون في مجال التدريب وتبادل الخبرات.. الخ

- مذكرة تفاهم بين هيئة الأوراق المالية لدولة الإمارات وهيئة السوق المالي المصري: تم إبرامها يوم 2006/03/20 بهدف تعزيز التفاهم في ما يخص التقنيات والخبرات والمعلومات وتسهيل حصول المستثمرين في البلدين على المعلومات الضرورية لغرض الاستثمار.

- مذكرة تفاهم بين الهيئة العامة لأسواق المال المصرية ومجلس القيم المنقولة بالمغرب: تم توقيعها يوم 2006/6/6 بهدف تعزيز التعاون وتبادل الخبرات والمعلومات الفنية والتشريعات الخاصة بأسواق المال، والعمل على إزالة معوقات الاستثمار البيئي.

- مذكرة تفاهم بين السوق المالية السورية والسوق المالية العمانية: تم توقيعها يوم 2010/7/8 ، بغرض تعميق التعاون في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية .

3- الاتجاه نحو السوق المالية العربية المشتركة: بدأ الاتجاه نحو إطلاقها بإنشاء إتحاد البورصات العربية سنة 1982 في إطار جامعة الدول العربية، وقد كان يضم في بدايته أربع بورصات فقط (لبنان ، عمان ، تونس ، المغرب). وحاليا يضم أسواق وبورصات معظم الدول العربية.

3-1- إنشاء البورصة العربية الموحدة (سبتمبر 2006): تعتبر البورصة العربية الموحدة خطوة هامة لتحقيق الاندماج المالي الإقليمي، وقد تم تأسيسها في سبتمبر 2006 بعد إقرار اللجنة الفنية للأليات المحددة لعملها، كعمليات التداول والمقاصة ونظم المعلومات، وقد اعتمد نظام التداول فيها على أساس برنامج يتم تطبيقه من خلال شبكة للاتصالات بين الأسواق المالية العربية، الذي يحدد مواعيد التداول وكيفية تسجيل الأوامر ونظام بدء أسعار التداول اليومي، والنسب المحددة لارتفاع وانخفاض الأسعار خلال جلسات التداول اليومي، وكذا وحدات التداول المسموح تداولها يوميا .

كما تم تحديد عدد من الضوابط والمعايير العلمية والعملية والموضوعية لاختيار أسهم الشركات التي تطرح للتداول والتعامل، انطلاقا من اختيار عدد من الأسهم النشيطة التي تحقق مستويات مقبولة من الربحية خلال خمس السنوات الأخيرة من نشاط الشركة،<sup>37</sup>. وقد تم الاتفاق على أن يكون مقرها الأساسي في القرية الذكية بمصر، ويتم التعامل بعملة واحدة وهي الدولار الأمريكي<sup>38</sup>.

3-2- اتحاد هيئات أسواق المال العربية: بتاريخ 30 جانفي 2007 تم عقد الاجتماع التأسيسي للاتحاد بمدينة أبو ظبي وشارك في الاجتماع رؤساء ومسؤولي هيئات أسواق الأوراق المالية العربية. ويستهدف هذا الاتحاد تحقيق المواءمة والتوافق بين القوانين والأنظمة المطبقة في الأسواق المالية العربية، والارتقاء بمستواها التشريعي والتنظيمي بما يحقق العدالة والكفاءة والشفافية، بالإضافة إلى تشجيع إنشاء وتطوير شركات الخدمات المالية المتخصصة بما فيها متعهدي التغطية والتسويق للإصدارات الجديدة، وكذلك الإدراج والتداول المشترك في الأسواق العربية، وتعزيز الاستثمارات البنينة، ونشر الوعي الاستثماري لدى المستثمرين العرب.

4- قياس درجة الترابط بين أهم الأسواق المالية العربية 1994-2014: حاولنا في هذه الدراسة تشخيص الاندماج من خلال متابعة درجة الترابط<sup>39</sup> بين مؤشرات الأسواق المالية العربية في الفترة (1994-2014)<sup>40</sup>؛ بغرض أخذ فكرة واضحة عن مسار ترابط واندماج الأسواق المالية العربية، ومن خلال معالجتنا للمعطيات السنوية المتاحة باستعمال برمجية SPSS، توصلنا إلى مصفوفة الارتباط التالية:

## الجدول(03): مصفوفة الارتباط بين أهم الأسواق المالية العربية 1994-2014

معامل الارتباط	ابوظبي	عمان	البحرين	السعودية	الكويت	الدار البيضاء	تونس	دبي	الخرطوم	مسقط	قطر	بيروت	مصر
ابوظبي	1	0.45	0.116	0.940	0.909	0.272	0.43-	0.46	967.0	0.333	0.34	0.31-	0.12
عمان		1	823.0	738.0	723.0	509.0	0.362	954.0	0.97	0.458	756.0	663.0	648.0
البحرين			1	0.44	578.0	743.0	522.0	642.0	977.0	494.0	0.49	805.0	711.0
السعودية				1	915.0	0.109	0.09-	678.0	1	0.352	0.61	0.093	0.365
الكويت					1	0.19	0.02-	0.61	0.93	0.413	0.45	0.251	0.384
الدار البيضاء						1		0.28	0.91	0.246	0.5	573.0	0.455
تونس							1	0.42	0.91	0.195	0.27	847.0	687.0
دبي								1	0.96	938.0	877.0	0.575	876.0
الخرطوم									1	0.936	0.98	0.965	0.974
مسقط										1	815.0	0.415	675.0
قطر											1	0.278	0.615
بيروت												1	824.0
مصر													1

\*معامل الارتباط ذا مدلولية عند 0.01: \*\*معامل الارتباط ذا مدلولية عند 0.05.

المصدر: من إعداد الباحثين باستعمال برمجية SPSS، اعتماد على مؤشرات الأسواق المالية المجمعة من 1994-2014

يتضح من المصفوفة أعلاه أن هناك تفاوت في معاملات الارتباط الثنائية بين الأسواق المالية العربية، فبعض مؤشرات الأسواق ترتبط مع بعض الأسواق ومنفصلة تماما مع البعض الآخر، وهو ما يدل على التفاوت في سلوك المستثمرين فيها، فنجد مثلا المستثمر في البورصة التونسية لا يأبه بما يفعله المستثمر في سوق مسقط المالي بحكم عدم مدلولية علاقة الارتباط بينهما. في حين نجد معاملات الارتباط المقبولة تلك التي لها دلالة إحصائية خلال الفترة المدروسة، حيث تعتبر سوق عمان الأردنية وبورصة الكويت والسوق المالية السعودية وسوق دبي أكثر الأسواق ارتباطا، وبدرجة أقل بورصة البحرين وأبوظبي، وهذا يدل على أن التحولات التي تعرفها هذه الأسواق وسلوك المستثمرين فيها وتطور أدائها وتراجع له تأثير متبادل بينهما من جهة، وعلى بقية الأسواق الأخرى؛ في حين نجد أن مؤشر بورصة تونس والدار البيضاء المغربية أكثر ارتباطا بمؤشر السوق المصرية مقارنة مع بقية الأسواق، كما أن مؤشر البورصات المصرية يرتبط بالدرجة الأولى بمؤشر بورصة بيروت وبورصة عمان وبورصة مسقط والبحرين ودبي ، أما بورصة قطر فمؤشرها أكثر ارتباطا مع مؤشر بورصة عمان ودبي ومسقط.

إن هذا الاختلاف في معامل الارتباط بين الأسواق المالية العربية وفي مدلولياته الإحصائية يدل على عدم وجود سوق مالية عربية محورية تمثل مركزا ماليا يوجه السلوك الاستثماري العربي، كما يدل على تباعد شروط الإدراج والتداول فيها واختلاف أداء هذه الأسواق نسبيا.

كما يعزى جزء من هذه النتائج إلى معطيات الدراسة التي جاءت سنوية لفترة تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2014؛ حيث تأخرت العديد من الدول في إطلاق أسواقها المالية ومؤشرها. تجدر الإشارة أنه بالرغم من اتجاه الأسواق المالية العربية نحو ارتباطها البيئي تدريجياً، إلا أن تشابه الأحداث والوقائع المؤثرة عليها أدى إلى ترابطها أكثر فأكثر مع الأسواق المالية الدولية، ما يدل أن سلوك المستثمر العربي لا تزال تحكمه متغيرات خارجية أكثر منها داخلية.

**5- معوقات اندماج الأسواق المالية العربية:**

لم تكن السياسات الاقتصادية الجماعية للبلدان العربية وفلسفتها المتعددة وما نجم عنها من برتوكولات واتفاقيات اقتصادية كفيلة بتحقيق التكامل أو حتى الترابط الاقتصادي بين الدول العربية، فهناك الكثير من الاتفاقيات ولدت ميتة وبعضها لم يختبر، والبعض الآخر لم يكن ذا تأثير محسوس، وهو ما انعكس سلباً على الواقع الاقتصادي للبلدان العربية ككل، وعلى الأسواق المالية العربية على وجه الخصوص، وإذا أخذنا نظرة على كل سوق نجد أن كثير من المعوقات التي تعوق عملية الربط والاندماج متشابهة، ويمكن أن نجمل هذه المعوقات فيما يلي:

#### 1-5- المعوقات التشريعية: ترتبط بتشريعات كل دولة عربية، ومن أهمها نذكر ما يلي:

- وجود بعض التشريعات التي تحد من التعاون والترابط الفعلي، حيث تحد بعض قواعدها من تداول الأجانب للأوراق المالية في أسواقها المحلية؛
  - وجود قواعد ونظم خاصة بالإدراج والتداول في كل سوق عربية لا تتلاءم مع القواعد والنظم الخاصة في الأسواق الأخرى، وبالتالي انعدام التجانس أو الحد الأدنى الذي يسمح بتبادل إدراج الشركات بسهولة..؛
  - قصور التشريعات المالية والاقتصادية العربية على مساهمة متطلبات التعاون والاندماج بين الأسواق المالية العربية؛
  - عدم انسجام تشريعات الشركات والمؤسسات في العديد من الدول العربية مع التشريعات المنظمة لأسواقها المالية؛
  - قصور التبادلات على أدوات استثمارية محدودة أو على جنسية معينة دون الأخرى؛
  - افتقار كثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص صريحة منظمة لقواعد الشفافية والإفصاح المالي وعدم التقيد بقواعد التدقيق المحاسبي والمالي... الخ.
- 2-5- المعوقات الهيكلية:** توجد عدة معوقات هيكلية تحد من اندماج الأسواق العربية نذكر منها:

- وجود تشابك وتداخل في المهام المعطاة لبعض الأجهزة التنظيمية ذات الاختصاص المالي أو الاستثماري أو التجاري في الدولة الواحدة، وهو ما يعيق عمل الأسواق المالية وتطورها؛
  - الاعتماد على التسهيلات المصرفية في تمويل المشروعات دون اللجوء إلى أسواق المال في تمويل المشاريع ذات الأحجام الكبيرة كما هو حاصل في الاقتصاديات المتقدمة؛
  - عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق المال كمصدر تمويلي طويلة الأجل ؛
  - تأخر برامج الخصوصية، وعدم اشتراك القطاع الخاص (بالقدر اللازم) في تحمل مسؤولية التنمية؛
  - لجوء المستثمرين إلى تأسيس الشركات الخاصة المصغرة بدلا من تأسيس شركات مساهمة ذات الأحجام الكبيرة، وإن وجدت فنشاطها يتمركز في قطاعات محدودة؛
  - عدم تنوع فرص الاستثمار بالقدر اللازم نتيجة ضعف الاستثمار البيئي؛
  - ضعف مستوى الاندماج التجاري والنقدي العربي.
- 6- آليات تفعيل اندماج الأسواق المالية العربية: يتضح من خلال العرض السابق أن مسار الاندماج المالي العربي لا يزال يشوبه عراقيل عديدة، لذلك يتوجب على الاقتصاديات العربية تفعيل مختلف الآليات الكفيلة بدعمه ومجاهاة مختلف تحدياته.
- تطوير نظام الاستعلام المالي ومركزية المخاطر باعتباره آلية مهمة لتجميع وتحليل المعلومات الاستثمارية من أجل الرفع من كفاءة عمليات الوساطة المالية على المستوى المحلي والإقليمي.
  - توحيد نظام الدفع والتسوية، بالنظر للدور الذي يلعبه في دعم كفاءة أداء المصارف العربية من جهة، وكذا لدعمه لآليات الاندماج المالي العربي ككل من جهة ثانية.
  - تفعيل دور البنوك الإسلامية في تحقيق الاندماج المالي العربي، وذلك بدعم كل المبادرات والجهود التي تستهدف إزالة العوائق أمام تطور المصرفية الإسلامية، وتوفير الدعم الفني والتشريعي لها، وتكثيف عقد المؤتمرات من أجل تبادل الخبرات والتجارب الدولية، ودراسة فرص توطيد آليات الصيرفة الإسلامية، كالصكوك؛ صناديق الاستثمار، إدارة أموال الزكاة، المتطلبات الضرورية لتكييف ضوابط العمل المصرفي... الخ.
  - تعميق سياسات التحرير وانفتاح المصارف العربية وتبني المعايير الدولية المتعلقة بالرقابة وإدارة المخاطر والحوكمة والإفصاح ومكافحة تبييض الأموال، وإنشاء مؤسسات ضمان الودائع والمخاطر المصرفية.
  - التطوير الذاتي للأسواق المالية العربية: فقبل شروع أي سوق مالي في الارتباط الإقليمي لابد أن يقطع شوطا كبير في عملية التطوير الذاتي على كافة الأصعدة، التشريعية والتنظيمية والرقابية، بالإضافة إلى خلق الوعي بأهمية هذه الأسواق على المستويين الرسمي والشعبي، مع

الاهتمام بالتفكير التعاوني والتكاملي وليس الجزئي والتنافسي عند استحداث أي نظام جديد أو تطوير نظام قائم فيما يخص الاستثمار في الأوراق المالية. ولايتأتى ذلك إلا من خلال تطوير حجم السوق وتطوير جانب العرض فيه وتدعيم بنيته المؤسسية والتنظيمية.

- تحسن المناخ الاستثماري العربي: ويتأتى ذلك بتنمية الوعي الاستثماري واتخاذ القرارات الكفيلة للتغلب على معوقات الاستثمار، وإعادة النظر في التشريعات والسياسات النقدية والمالية لجعلها أكثر ملائمة لتشجيع الاستثمارات العربية البينية، كتعديل أسعار الفائدة على المدى الطويل، وتمكين الحكومات من خلق سياسة دعم أسعار الفائدة التي تفرضها على المستثمرين الذين يقترضون لتمويل استثمارات التنمية، وكذا معالجة القيود على تحويل رؤوس الأموال من خلال تطبيق معاملة تفضيلية داخل المجموعة العربية لأنواع محددة من التحويلات الرأسمالية.

- تفعيل الاستراتيجيات الإقليمية لاندماج الأسواق المالية على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي ودول الاتحاد المغاربي، باعتبارهما إقليمين يتمتعان بنوع من التجانس والتقارب، وبالتالي يمكن أن يكون أحدهما أو كلاهما نواة لتجسيد الاندماج المالي والاقتصادي العربي ضمن إستراتيجية التكامل الاقتصادي العربي الشامل أفاق 2020. القائمة أساسا على تحقيق المزيد من التنسيق والتقارب في التشريعات المالية والنقدية، وتوحيد آليات العمل المصرفي والبورصى سعيا لزيادة حجم الاستثمارات البينية والتجارة البينية والمشاريع العربية المشتركة.

- ضرورة إعتداد المرحلة في تحقيق اندماج أسواقها المالية انطلاقا من مرحلة ربط أسواق رأس المال عن طريق الربط الحاسوبي لأسواق رأس المال وتنسيق أعمال الوساطة والمقاصة والدفع والتسوية، وكذا تنسيق السياسات النقدية المالية وسياسات الاقتراض والإقراض المالي؛

- إعداد البرامج التثقيفية اللازمة لنشر الوعي الاستثماري بين شعوب المنطقة وتشجيع المستثمرين المؤسسيون (حاليا يمثلون نسبة 3% في أحسن الأحوال) من خلال تحفيزات جبائية ومالية؛

- دعم المؤسسات المالية وهيئات التعاون المشترك وتطبيق توصياتها؛

**الخاتمة:**

تبين لنا في هذه الدراسة أن زيادة اتجاه الاقتصاديات العربية نحو تحقيق اندماج أسواقها المالية منذ تسعينيات القرن الماضي كان نتيجة للإصلاحات التي تتبناها معظم هذه الاقتصاديات خصوصا في جوانبها المالية، وعموما فقد توصلنا إلى النتائج التالية:

- زيادة اعتماد الاقتصاديات العربية على الأسواق المالية كنمط تمويلي تجسد في التحسن النسبي في عدد الشركات المدرجة وحجم التداول وأدواته، وارتفاع القيمة السوقية لهذه الأسواق...الخ.

- تحوز الاقتصاديات العربية على إمكانيات اقتصادية ومالية كبيرة لتحقيق اندماج أسواقها المالية، إذا تم استغلالها، وكذا إذا توفرت الإرادة السياسية الداعمة له.

- تعميق آليات اندماج الأسواق المالية العربية ليس هدفا في حد ذاته بقدر ما هو وسيلة لدعم خطوات الاندماج الاقتصادي العربي وتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، كونه سيعزز جاذبية الاستثمار إلى المنطقة، ويعمل على تحقيق استقرار رؤوس الأموال العربية وتدويرها عربيا. بالإضافة للاستفادة من مزايا السوق الموسعة (اقتصاد الحجم)، وتقليل كلفة رأس المال وتوزيع الاستثمارات بين الدول المنضوية تحت مظلة التكامل وتسهيل انتقال رؤوس الأموال بين الدول المتكاملة، وتطوير أسواق التمويل العربية؛ ناهيك عن ترسخ مكانة الأسواق المالية العربية في النظام المالي العالمي.

- يتوقف نجاح اندماج الأسواق المالية العربية أساسا على توفر الإرادة السياسية الداعمة له، ومواصلة الإصلاحات التحريرية في جل الاقتصاديات العربية، وذلك بغية تحسين المناخ المالي الاستثماري وجذب المزيد من الاستثمارات خاصة الاستثمارات العربية البينية (لا تتعدى 10% حاليا) ودعم المشاريع العربية المشتركة، ودفع منطقة التجارة العربية الكبرى تعزيزا للتجارة العربية البينية (لا تتعدى 12% حاليا).

- أثبتت الدراسة الإحصائية تدني الترابط بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية العربية، ما يكرس اتجاهاتها القطرية للاندماج مع الأسواق الدولية أكثر من اتجاهها نحو الاندماج البيئي.

- تحقيق أدنى مستوى من الاندماج بين الأسواق المالية العربية يتطلب مواجهة معوقاتهما الميدانية ومواصلة الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية والتشريعية لأسواقها.

وبناء على نتائج الدراسة يوصي الباحث بضرورة توفر الإرادة السياسة الداعمة لجهود الاندماج وتجاوز سياسات الاختراق التي يتعرض لها البناء القومي العربي، ومواصلة جهودها من أجل تحقيق اندماج أسواقها من خلال تطبيق مختلف اتفاقيات التعاون والربط والالتزام بتطبيق المعايير الدولية فيما يخص الإفصاح والشفافية، وتوحيد أساليب الإدراج والتداول، وآليات عمل مختلف مؤسسات الوساطة؛ بالإضافة إلى إرساء المزيد من التنسيق بين السياسات النقدية والمالية، مع ضرورة إيلاء مبادرات الاندماج الإقليمي للأسواق المالية خاصة في اتحاد مجلس التعاون الخليجي بحكم الأشواط الكبيرة التي قطعها في ذلك، وإمكانية اعتبارها نواة للاندماج المالي العربي ككل.



## قائمة الهوامش والمراجع :

\* بيلا بلاسا Béla Alexander Balassa ( 6 افريل 1928- 10 مايو 1991). اقتصادي مجري، وخبير في البنك الدولي منذ 1966 إلى 1991، كانت له إسهامات كثيرة في تطوير نظرية الاندماج، حيث اعتبر الاندماج عملية وحالة، بوصفه عملية تتضمن التداير التي يراد منها إلغاء التمييز بين الوحدات الاقتصادية المنتمية إلى دول قومية مختلفة، وبوصفه حالة فإنه يتمثل في إلغاء مختلف صور التفرقة بين الاقتصاديات القومية، ويتجسد الاندماج وفق مرحلة واضحة تبدأ من منطقة التجارة التفضيلية ، ثم الاتحاد الجمركي، ثم السوق المشتركة، وأخير الاندماج التام.

<sup>1</sup> - Sergiol.Schmukler and Pablo Zoido- Sobaton , "Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries", World Bank, Washington D.C., 2001, p1

<sup>2</sup> - Imbs, J " :Trade, finance, specialization, and synchronization , " *The Review of Economics and Statistics* , vol 86, 2004 p 723–734

<sup>3</sup> - commission économique pour l'Afrique ; rapport de l'intégration financiers, et gouvernance régionale en Afrique du nord 2012, sur [http://api.ning.com/files/lm3ca9MUyErA\\*.pdf](http://api.ning.com/files/lm3ca9MUyErA*.pdf); p: 3-4

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، التكامل النقدي العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 1981، ص: 576.

<sup>5</sup> - سليمان المنذري، الفرص الضائعة في مسار التكامل الاقتصادي العربي والتنمية العربية، مكتبة مدبولي، مصر، 1999، ص: 136.

<sup>6</sup> - بالاعتماد على:

- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة في الألفية الثالثة، مجموعة النيل، القاهرة، 2005، ص: 235-237

- روبين بروكس وآخرون ، الرقص بانسجام ، مجلة التمويل والتنمية، العدد 3 صندوق النقد الدولي يونيو 2003، ص: 48-51

- *commission africain ; Perspectives économiques en Afrique 2009* au du système bancaire a l'intégration financiers régionale ; p: 46 ; [books.google.dz/books?isbn=9264009795](http://books.google.dz/books?isbn=9264009795)

<sup>7</sup> - بالاعتماد على:

- فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 1999 ، ص: 159

-A, *scannavine, marches financiers internationaux, EDITION duned, PARIS 1999, p 112*

-PH. *Chamin, marches mondiaux, EDITION economica , PARIS 2000, p89*

<sup>8</sup> - عبد الرزاق قاسم وأحمد العلي؛ إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية: منشورات جامعة دمشق؛ 2011؛ ص: 368.

<sup>9</sup> -voir : jelian idier, financial integration, comovements and monetary policy, these doctorat, université paris-1. 2009: p 68-78.

- <sup>10</sup> - انظر موقع البورصات العربية: <http://copti.blogspot.com>
- <sup>11</sup> - لمزيد من التفصيل حول تطورات انظر موقع شركة تداول على [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa)
- <sup>12</sup> - رسمية احمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 72.
- <sup>13</sup> - انظر الموقع الرسمي لبورصة عمان: [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo)
- <sup>14</sup> - لمزيد من التفصيل حول ظروف نشأة بورصة فلسطين وتطورات أدائها انظر: [www.pex.ps](http://www.pex.ps)
- <sup>15</sup> - انظر ظروف نشأة البورصات المصرية على الموقع [www.egx.com.org](http://www.egx.com.org)
- <sup>16</sup> - انظر: [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)
- <sup>17</sup> - انظر [www.sgbv.dz/ar/](http://www.sgbv.dz/ar/)
- <sup>18</sup> - مصطفى كافي؛ بورصة الأوراق المالية؛ داررسلان؛ دمشق؛ سوريا، 2010؛ ص: 88.
- <sup>19</sup> - الدليل الالكتروني للقانونين العربي؛ ص 8-9 متوفر على الموقع: [www.arablowinf.com](http://www.arablowinf.com).
- <sup>20</sup> - رسمية احمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 76.
- <sup>21</sup> - انظر الموقع الرسمي للسوق: [www.isx-karamal.com](http://www.isx-karamal.com)
- <sup>22</sup> - انظر صندوق النقد العربي؛ التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2012 ، ص: 151-152.
- <sup>23</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ص: 186 متاح على الموقع: [www.amf.org](http://www.amf.org)
- <sup>24</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ص: 188 متاح على الموقع: [www.amf.org](http://www.amf.org)
- <sup>25</sup> - أنظر تطور المؤشرات القطرية للأسواق المالية العربية 1994-2016؛ على موقع ص ن ع: [www.amf.org](http://www.amf.org)
- <sup>26</sup> - أنظر تطور الرسملة البورسية في أهم الأسواق المالية العربية 1994-2016؛ على موقع ص ن ع: [www.amf.org](http://www.amf.org)
- <sup>27</sup> - صندوق النقد العربي؛ التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، ص: 13-15.
- <sup>28</sup> - أنظر تطور عدد الأسهم وقيمة الأسهم في أهم الأسواق المالية العربية 1994-2016 على موقع ص ن ع: [www.amf.org](http://www.amf.org)
- <sup>29</sup> - صندوق النقد العربي؛ أداء الأسواق المالية العربية؛ النشرة الفصلية؛ سبتمبر 2011؛ ص: 37.
- <sup>30</sup> - وليد احمد الصافي، الأسواق العربية للأوراق المالية، واقع وأفاق، أطروحة دكتوراة، جامعة الجزائر 2003، ص: 218
- <sup>31</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 44
- <sup>32</sup> - صندوق النقد العربي، مساهمة الصندوق في تطوير الأسواق المالية العربية، معهد الدراسات الاقتصادية ، 2005، ص: 6-7.
- <sup>33</sup> - السيبي صلاح الدين حسين، الشركات المتعددة الجنسيات ، تطوير وربط البورصات العربية، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص: 78
- <sup>34</sup> - صعفق الركبي اتفاقية التعاون بين أسواق (مصر، الكويت ، لبنان )، اتحاد البورصات العربية، العدد 18، نوفمبر 1996، ص: 4
- <sup>35</sup> - لمزيد من التفصيل حول هذه الاتفاقية انظر: الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربي على الموقع: <http://www.gcc-sg.org/index38a8.html?ac>؛ تاريخ الاطلاع: 2016/02/12.

- <sup>36</sup> - اعتمادا على التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، صندوق النقد العربي ، أعداد مختلفة
- <sup>37</sup> - سليمان المنذري ، البورصة العربية الموحدة ، الضوابط والمعايير، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، القاهرة 2005، ص: 165.
- <sup>38</sup> - صعفر الركبي ، أهمية مشروع البورصة العربية الموحدة في مواجهة تحديات العولمة، مداخلة في مؤتمر اتحاد البورصات العربية ، بيروت، 2005
- <sup>39</sup> - يتم احتساب معامل الارتباط بين مؤشرات السوق؛ بحيث تتراوح قيمته ما بين +1 و -1. وفي تحليل للأرقام فإن نتيجة +1 ما بين سوقين يعني أن السوقين مرتبطتان كلياً من حيث الأداء، أما نتيجة -1 فتعني أنه لا علاقة في أداء السوقين على الإطلاق، وأن الانخفاض بنسبة معينة في السوق الأول يقابلها ارتفاع بنسبة مماثلة في السوق الثاني.
- <sup>40</sup> - أنظر التطور القطري لمؤشرات الأسواق المالية العربية 1994-2015، متاح على موقع صندوق النقد العربي

[www.amf.org](http://www.amf.org)