

# أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي

محمد كمال أبو عمشة

باحث في مجال التمويل والاستثمار،  
ومتخصص بالأسواق المالية العربية وتطويرها.  
moh203@hotmail.com.



## مقدمة

بدأت معظم دول العالم، المتقدمة منها والنامية، تولي تطوير أسواقها المالية اهتماماً متعاظماً منذ العقود الماضية، وذلك نتيجة الاقتناع المتزايد بأهمية الدور الذي يمكن لهذه الأسواق أن تؤديه في مسيرة التنمية الاقتصادية. ويأتي هذا الاهتمام أيضاً في إطار التوجهات الحديثة التي تقودها المنظمات الدولية والإقليمية بخصوص تعزيز دور مثل هذه الأسواق في النظام المالي للدولة<sup>(١)</sup>. فالأسواق المالية توفر إحدى أهم قنوات تعبئة المدّخرات نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية. كما تعمل هذه الأسواق على جذب الاستثمارات الأجنبية لتوفير موارد مالية إضافية تساهم في التنمية المحلية، وهو ما يقلص الحاجة إلى الاقتراض الخارجي. هذا إلى جانب قيامها بتقديم كثير من الخدمات المالية الأخرى التي تساعد على زيادة الوعي والرشد الادخاري والاستثماري لدى جموع المواطنين، وعلى تقليل تكاليف التبادلات الاقتصادية والمخاطر المتصلة بها.

وكان لاكتشاف النفط في دول منطقة الخليج الأثر الأكبر في إحداث التغيرات الاقتصادية والاجتماعية، فنشأت ظروف وحاجات فرضت تغيير البنية الاقتصادية والاجتماعية التي كانت سائدة إلى بنية أكثر تطوراً تستطيع أن تسير متطلبات تطور وتحديث المجتمع وتتماشى معها. وكان لذلك أثره الكبير في حياة الفرد والمجتمع، الذي هو الهدف النهائي لعملية التطور والتنمية.

أدى تدفق الأموال النفطية إلى دول المنطقة وازدياد الفوائض المالية أن برزت الحاجة إلى البحث عن مجالات استثمار جديدة داخل المنطقة وخارجها، وهو ما فرض الحاجة إلى الأخذ بأساليب ووسائل متقدمة في هذه المجالات نتيجة اتساع المجتمع وتطوره عما كان سائداً في مرحلة ما قبل النفط.

ولقد كانت الأسواق المالية من الوسائل المتقدمة في استثمار الفوائض المالية وتوظيف مدّخرات الأفراد وغيرهم في مجالات إنتاجية، وإجراء الصفقات المالية، وتمكين المساهمين من بيع حصصهم أو شراء أسهم إضافية.

ومن الظواهر الاقتصادية الحديثة في دول الخليج الأخرى، انتشار ظاهرة التداول بالأسهم، وهي الظاهرة التي جاءت انعكاساً للتطورات الاقتصادية التي شهدتها المنطقة نتيجة اكتشاف النفط، وأدت بدورها إلى ازدهار المدّخرات والاستثمارات الفردية ونموها.

وقد ترافقت ظاهرة تداول الأسهم مع ازدياد عدد الشركات المساهمة في دول الخليج،

(١) انظر: مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية (أبو ظبي: صندوق النقد العربي، ٢٠٠٥)، Hisham Awartani and Naser Abdelkarim, «Investment Environment in Palestine:Recent Trends and Immediale Prospects», UNCTAD Publication SEU, Palestine People, 13 (2006), and World Bank, *World Development Report 2009* (New York: Oxford University Press, 2009).

وذلك تلبية لحاجات البناء الاقتصادي التي بدأت تأخذ إطارها المتكامل والتنظيمي في بناء مؤسسات الدولة خاصة بعد قيام تلك الدول، والتي كان لها الأثر الأكبر في خلق اقتصاد يملك جميع المقومات اللازمة لوجوده وتطوره.

ويعتبر تداول الأسهم في حد ذاته ظاهرة إيجابية تتمثل في تطور وسائل استثمار رؤوس الأموال الفردية، والانطلاق إلى مجالات أوسع مما يخلق ويوفر الفرص لتنوع مصادر الدخل القومي وتنوع الإنتاج وتقليل الاعتماد على النفط الذي يعتبر حالياً مصدراً أساسياً للإنتاج.

- وتأتي أهمية تطوير عمليات التداول بالأسهم من أنها:
- تؤدي إلى تنوع المنافذ الاستثمارية في بلدان الخليج.
- تحدد من تسرب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج.
- تساعد على خلق قاعدة إنتاجية متنوعة في بلدان الخليج.
- تخلق وعياً استثمارياً بين المتعاملين.

وقد مرت ظاهرة تداول الأسهم في دول الخليج بمراحل متعددة، حتى وصلت إلى شكلها الحالي من خلال إنشاء أسواق الأوراق المالية، حيث كانت الفترة من السبعينيات وحتى عام ١٩٨٢ مرحلة تأسيس كثير من البنوك والشركات المساهمة. وكان ذلك قبل إصدار قانون الشركات، حين تزامنت تلك الفترة مع حركة النشاط الاقتصادي الذي شهد طفرة قياسية شملت جميع أنحاء بلدان الخليج. وقد كانت تلك البنوك والشركات مملوكة من قبل الحكومات المحلية أو من قبل أفراد مؤسسين أو عائلات. وكان الهدف الرئيسي هو الاستثمار، علماً بأن عملية بيع الأسهم لم تكن مألوفة في هذه المرحلة، نظراً إلى طبيعة تأسيس هذه الشركات.

وفي عام ١٩٨٨، بدأت مرحلة جديدة ترافقت مع عودة الانتعاش إلى النشاط الاقتصادي في بلدان الخليج، وشموله معظم القطاعات الاقتصادية، حيث انتعشت عمليات التداول في الأسهم كإحدى القنوات الاستثمارية المفضلة، وبدأت مفاهيم كثيرة تتغير لمصلحة التداول، وبرزت شريحة من تجار الأسهم الذين نشطوا في السوق للاستفادة من فروق الأسعار لتحقيق أرباح كبيرة. وفي بداية هذه المرحلة، كان متوسط ريع الأسهم يتراوح بين ١٥ بالمائة إلى ٢٠ بالمائة، ولم يتعدّ متوسط مضاعف سعر السهم ٨ مرات. ثم بدأت مستويات الأسعار في الارتفاع تدريجياً لينخفض متوسط ريع الأسهم إلى ما بين ٥ بالمائة و٧,٥ بالمائة في نهاية الفترة التي استمرت حتى عام ١٩٩٤. وقد حقق المستثمرون خلال تلك الفترة أرباحاً جيدة بسبب مستويات الأسعار المرتفعة، وبسبب التوزيعات النقدية وأسهم المنحة، وذلك نتيجة تحسن أرباح جميع الشركات. وتم خلال هذه المرحلة تطبيق قانون الشركات، وصاحب ذلك تعزيز الثقافة الاستثمارية لدى كثير ممن أصبح لديهم رؤوس أموال يستطيعون بها دخول سوق الأسهم، وأصبحت الأرضية مناسبة لتفعيل سوق الإصدار الأولية.

وعلى الرغم من بلوغ عدد الأسهم المتداولة ٩٩ سهماً في بلدان مجلس التعاون الخليجي

في العام ١٩٨٨، فإن قيمتها السوقية الإجمالية ارتفعت من ٢١,٤ مليار دولار في ٣١ كانون الأول/ديسمبر ١٩٨٨ إلى ٣٦,١ مليار دولار في ٣١ كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٤، أي بزيادة مقدارها ١٤,٧ مليار دولار، وبنسبة ٦٩ بالمئة، تمثل الأرباح الرأسمالية المحققة من عملية الاتجار بالأسهم خلال ٦ أعوام التي وصلت إلى ٢١٢ شركة في العام ١٩٩٤، إضافة إلى التوزيعات المحققة، سواء كانت نقدية أو أسهم منحة<sup>(٢)</sup>.

ومع مستهل عام ١٩٩٥، بدأت مرحلة من الانتعاش الحقيقي ترافقت مع تأسيس عدد من الشركات المساهمة، بعد انقطاع دام أكثر من عشرة أعوام. ونتيجة لذلك، ارتفع عدد المساهمين بشكل كبير، حيث انتعشت سوق الأسهم، وشملت جميع القنوات الاستثمارية المحلية، وأصبحت مقصد كبار وصغار المتعاملين مستثمرين أو مضاربين. وزادت من انتعاشها النتائج المالية الكبيرة والتوزيعات المجزية على المساهمين من قبل الشركات المساهمة، حيث وصلت أرباح بعض البنوك والشركات إلى نسب مذهلة قاربت رأس المال الأساسي، وكان من نتيجة ذلك أن تضخمت أسعار بعض الأسهم، الأمر الذي أدى أيضاً إلى تضاعف أسعار الأسهم الجديدة بحيث تعدت جميعها الأداء الاقتصادي لكل سهم على حدة، وكان قد أدى بدوره إلى حدوث مضاربات كبيرة، خاصة في صيف ١٩٩٨، حيث وصلت الأسعار إلى ذروتها خلال شهري آب/أغسطس وأيلول/سبتمبر، فبلغت القيمة السوقية للأسهم المتداولة، التي كان عددها ٣٣١ سهماً في بلدان المجلس، ٢٣٥ مليار دولار، ليحقق معها المستثمرون أرباحاً طائلة معظمها دفترية، وبعضها فعلية، للأسهم التي تم تسيلها قبل نهاية ١٩٩٨، أو بأسعار أعلى من سعر الشراء بعد ذلك.

ونتيجة وصول الأسعار إلى مستويات كبيرة وإدراك المتعاملين أن هذه الأسعار مبالغ فيها جداً، بدأت منذ الأول من تشرين الأول/أكتوبر ١٩٩٨ موجة بيع محمومة من أجل تحقيق أرباح فعلية، حيث بدأت مرحلة جديدة لتهوي الأسعار إلى مستويات متدنية نتيجة العرض الكبير واختفاء الطلبات. وقد أدى ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة في ٣١ كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٨ إلى ١٢٤ مليار دولار<sup>(٣)</sup>. إضافة إلى ذلك، انخفضت القيمة السوقية لبعض الأسهم الجديدة إلى ما دون القيمة الاسمية، الأمر الذي أدى بدوره إلى توقف سوق الإصدار الأولية رغم وجود دراسات عدة لتأسيس شركات مساهمة، كما أدى إلى تأجيل طرح بعض الشركات التي أعلن قرب طرحها للاكتتاب العام. ومع نهاية ١٩٩٩، وصلت القيمة

(٢) انظر: «نشرات هيئات الأوراق المالية»، وزارة الاقتصاد في دولة الإمارات العربية المتحدة، < <http://www.economy.ae/Arabic/EconomicAndStatisticReports/Pages/default.aspx> >،

وموقع منتدى الإمارات الاقتصادي على شبكة الإنترنت، < <http://www.uaec.com/vb/> >، Naser، «A Palestinian Securities Exchange: An Analysis of Alternative and Policies», *Journal of Palestine Policy* (Nablus) (2005).

(٣) انظر: «نشرات هيئات الأوراق المالية»، وزارة الاقتصاد في دولة الإمارات العربية المتحدة، وFranklin Allen، «Stock Markets and Resource Allocation», in: Colin Mayer and Xavier Vives, eds, *Capital Markets and Financial Intermediation* (Cambridge, MA: Cambridge University Press, 2003).

السوقية للأسهم المتداولة إلى ١٠٢ مليار دولار، بانخفاض قدره حوالي ١٣٣ مليار دولار وبنسبة ٦٥,٥ بالمئة، خلال ١٥ شهراً، مع الإشارة إلى أن معظم الخسائر كانت قبل نهاية ١٩٩٨. وأدى ذلك إلى فقدان الثقة في السوق، وهو ما زاد من صعوبة انتعاشه مجدداً<sup>(٤)</sup>.

وقد وصل عدد الأسهم التي تم تداولها في الأسواق الخليجية في نهاية عام ١٩٩٩ نحو ٣٣٨ سهماً، بزيادة ١٢٦ سهماً عن عام ١٩٩٤، وذلك نتيجة تنشيط تداول أسهم ٦٠ شركة مؤسسة سابقاً، وتأسيس ٦٦ شركة جديدة، منها ٣٠ بنكاً و٢٠ شركة في كل من قطاع التأمين والخدمات، و١٦ في قطاع الصناعة والاستثمار. وارتفع عدد مكاتب الوساطة المتخصصة من ٥٠ مكتباً إلى ٢٦٠ مكتباً.

وفي نهاية عام ٢٠٠١ بلغت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها ١٠٢ مليار دولار، بزيادة ١٧ مليار دولار عن القيمة السوقية في نهاية عام ٢٠٠٠، حيث كان التراجع كبيراً عن صيف عام ١٩٩٨ الذي يمثل الذروة في أسعار الأسهم. كما أن التراجع في ذلك العام وصل إلى حوالي ١٥٠ مليار دولار، وبنسبة ٦٣,٨ بالمئة تقريباً عن أسعار صيف ١٩٩٨<sup>(٥)</sup>.

وتتويجاً لمراحل عملية التداول بالأوراق المالية في الدولة، كان إصدار كل دولة قانوناً بإنشاء الأسواق المالية وهيئات أسواق المال خطوة هامة بالاتجاه الصحيح نحو تقنين عمليات التداول، وتنظيمها بعيداً عن التداول العشوائي الذي يترتب عليه الكثير من المخاطر، خاصة لصغار المستثمرين والمتعاملين في السوق، وذلك، كما أشرنا، في التطورات التي حدثت في نهاية ١٩٩٨. وقد تبع تلك الخطوة الهامة انطلاق أسواق المال، وكان لتلك الخطوات التنفيذية أثر كبير في تنظيم عمليات التداول، على الرغم من أن الكثير من الشركات التي يتم تداول أسهمها لم تُدرج بعد في أسواق المال، ولكن سيتم تدريجياً إدراج جميع الشركات في الوقت الذي تستوفي هذه الشركات شروط الإدراج في السوق.

## أولاً: مفهوم أسواق الأوراق المالية

تجدر الإشارة بداية إلى أن سوق الأوراق المالية هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية، أو لأصل مالي معين، حيث يمكنهم إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والشركات العاملة في هذا المجال، إما داخل السوق وإما خارجها، باستخدام الشبكات أو وسائل الاتصال. ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولية أو سوق الإصدار، حيث يكون بائع الورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي، وسوق ثانوية، وهي السوق التي يتم فيها تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها. وتقسم السوق الثانوية إلى أربعة أقسام، يتكون القسم الأول من السماسرة العاملين

(٤) انظر: موقع منتدى الإمارات الاقتصادي على شبكة الإنترنت.

(٥) انظر: الموقع نفسه، وحسان خضرم، تحليل الأسواق المالية، جسر التنمية؛ ٢٧ (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، ٢٠٠٤).

في السوق المنظمة، ويشمل القسم الثاني السماسرة غير الأعضاء في السوق، ولكن لهم الحق في التعامل بالأوراق المالية، ويتكون القسم الثالث من بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، لكن لها الحق في التعامل بالأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. أما القسم الرابع والأخير، فيتم التعامل فيه مباشرة بين الشركات الكبرى، ويكون الهدف منه استعادة السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

## ١ - الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة

تشتمل الأسواق الثانوية على نوعين من الأسواق هما:

**السوق المنظمة**، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع أو الشراء (البورصات). ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة في تلك السوق.

**السوق غير المنظمة**: يستخدم هذا المصطلح للدلالة على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، حيث لا يوجد مكان للتداول. وتقوم بالتعامل بيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

## ٢ - مفهوم كفاءة الأسواق المالية

وفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم في الشركة المصدرة للسهم. وتتنجح أسعار الأسهم هبوطاً أو صعوداً تبعاً للطبيعة الأنباء إذا كانت إيجابية أم لا. وفي سوق تمتاز بالكفاءة، يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها تبشيراً وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة، والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، ورسملة الأرباح، ورقم الأعمال وغيرها.

ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفوءة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية، وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، فإن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً.

## ٣ - الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

تتمثل هذه الصيغ في ثلاث فرضيات هي: فرضية الصيغة الضعيفة، وفرضية الصيغة المتوسطة، وفرضية الصيغة القوية.

أ - الصيغة الضعيفة: أن تكون المعلومات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالمتغيرات المستقبلية في الأسعار.

ب - الصيغة المتوسطة: أن تعكس الأسعار الحالية، إضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار، جميع المعلومات المعروفة والمتاحة حول الشركات، مثل الأرباح، وتوزيعات الأرباح، والمنتجات الجديدة والتغيرات في أنظمة المحاسبة.

ج - الصيغة القوية: أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة جميع المعلومات العامة والخاصة، بحيث لا يمكن لأية مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية<sup>(٦)</sup>.

### ثانياً: الدور المرجو للسوق المالية في مسيرة التنمية الاقتصادية

تواجه معظم الدول الأقل تطوراً في العالم، بما فيها العربية منها والشرق الأوسطية، مشكلة توافر رأس المال الكافي بالشروط والتكاليف المناسبة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية الخاصة والعامة. ويعود نشوء هذه المشكلة إما إلى الشح النسبي في الموارد المالية، وإما إلى العجز النسبي في وسائل تجميعها وأدواته، أو إلى استغلال هذه الموارد في أوجه هامشية من النشاط لا تساعد كثيراً على تسريع العملية التنموية. ورغم الخطوات الكبيرة التي خطاها النظام المصرفي في كثير من هذه الدول، فإن نشاطه بقي مقصراً في الوصول إلى الكثير من القطاعات الاقتصادية والاجتماعية، إما لعجزه عن ابتداء الوسائل التي تحرك تلك القطاعات، وإما لكونه يواجه تعقيدات إدارية وقانونية تقيد حركته.

أما في جانب الحكومات، فقد اتسم كثير من مصادر إيراداتها بعدم المرونة، وبضعف القاعدة، الأمر الذي لم يمكّنها من زيادة هذه الإيرادات بمعدلات تستطيع أن تواكب معها خطى الإنفاق المتسارع في مجال الخدمات، ناهيك عن الحاجة إلى توفير مبالغ كبيرة في موازنتها من أجل عمليات البنية التحتية والاستثمار الإنتاجي اللذين يمثلان الركيزة الأساسية لعملية التنمية. هذا البطء في تنمية الموارد والعائدات الحكومية، مضافاً إليه ضعف مصادر النقد الأجنبي لكثير من الدول، حدا ببعضها إلى الاعتماد على العون الخارجي كوسيلة رئيسية لتمويل برامج التنمية المحلية، فكانت النتيجة مزيداً من التراجع بسبب التكلفة العالية لخدمة تلك الديون، والارتباط بنماذج التنمية الخاصة بالدول المانحة، وهي النماذج التي تتعارض في كثير من الحالات مع الظروف والأولويات الاقتصادية والاجتماعية والثقافية للدول المستفيدة.

لهذه الأسباب مجتمعة أو منفردة، بدأت دول كثيرة في العالم غير الصناعي تشهد منذ عقد الثمانينيات تحولات هيكلية بلغت درجة من العمق طاولت فلسفة الاقتصاد الكلي نفسه. وترتكز الفلسفة الجديدة على قيام هذه الدول بتطبيق برامج اقتصادية تتشابه في أهدافها، وإن تفاوتت في شموليتها ووتيرة تنفيذها؛ فغالبية هذه البرامج هدفت أولاً إلى تحرير الأنشطة الاقتصادية

(٦) خضر، المصدر نفسه.

والخدمية من القيود، وثانياً إلى تقليص دور الدول في الاقتصاد الوطني لصالح فعاليات القطاع الخاص، وثالثاً إلى زيادة الاعتماد على السوق لسد الاحتياجات التمويلية للقطاعات الاقتصادية المختلفة، ورابعاً إلى خلق البيئة القانونية والمؤسسية المحفزة للاستثمارات المحلية والأجنبية على حد سواء.

وتصفي هذه التحولات الهامة على الأسواق المالية بعداً أوسع، وتلقي عليها في الوقت نفسه مسؤولية أكبر في رفع كفاءة حشد الموارد، وتوفير الاحتياجات التمويلية الجديدة، وتسهيل تنفيذ برامج تخصيص القطاع العام. ومن هذا المنطلق، بدأت هذه الأسواق تحظى بعناية خاصة إما نحو التطوير والتحديث وإما نحو التأسيس، نظراً إلى دورها المحوري المتوقع في العملية التنموية. ولم يكن تأسيس أسواق الأوراق المالية وتشغيلها في دول مجلس التعاون الخليجي إلا انسجماً مع الاقتناع المتعاظم لدى أوساط الفعاليات الاقتصادية على المستويات المحلية والإقليمية والدولية بأهمية الدور الذي سيؤديه في جهود التنمية الجارية.

يشير الدليل المتاح في الأدبيات المنشورة حول هذا الموضوع إلى أن للأسواق المالية منافع محتملة كثيرة للاقتصادات المحلية، إلى درجة أنها تساهم في تحقيق معدلات النمو فيها وتساهم في استقرار هذه المعدلات<sup>(٧)</sup>. ولكن يجب القول مقدماً إن الاستفادة من هذه الأسواق تختلف من بلد إلى آخر، تبعاً للتباين في مستوى النضج الرأسمالي، وخصائص الاقتصاد، والجاهزية المؤسسية، وملاءمة المرجعية القانونية، وغير ذلك من عوامل إيجابية مؤاتية أو معوقة؛ فمثلاً ليس من المتوقع أن يكون الدور الذي تؤديه الأسواق المالية في الدول الصناعية المتقدمة، كالولايات المتحدة وبريطانيا واليابان، هو الدور نفسه الذي تؤديه هذه الأسواق في الدول الأقل تطوراً، كالدول العربية والأفريقية وغيرها. ففي الوقت الذي تُعتبر البورصات المالية من أهم ركائز الهيكل الاقتصادي للدول المتقدمة، ما تزال البورصات تمر بمرحلة من النشوء والتطور في معظم الدول النامية. فالاهتمام بتأسيس أسواق الأوراق المالية وتطويرها في الدول الأقل تطوراً لم يبدأ إلا في العقد الماضي، نتيجة التفاعل بين عدد من العوامل والمتغيرات الاقتصادية الداخلية والخارجية.

ومن المنافع المحتملة للأسواق المالية ما هو مباشر، ومنها ما هو غير مباشر، ويمكن إجمالها بما يلي:

١ - جمع المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية على أسس تنافسية كفوءة. ويتحقق ذلك من خلال تقديم هذه الأسواق أدوات استثمارية متعددة للمدخرين

(٧) انظر: Raymond Atje and Boyan Jovanovic, «Stock Markets and Development,» *European Economic Review*, vol. 37, nos. 2-3 (1993), pp. 632-640; Robert King and Ross Levine, «Financial Intermediation and Economic Development,» in: Mayer and Vives, eds, *Capital Markets and Financial Intermediation*, and M. Dailami and Manmohan S. Kumar, «Emerging Equity Markets in Middle Eastern Markets,» in: *Development of Financial Markets in the Arab Countries, Iran and Turkey* (Cairo: Economic Research Forum for the Arab Countries, Iran and Turkey, 1995).



على اختلاف تصنيفاتهم، وهو ما يساعدهم على الاستفادة من إدارة المخاطر المتصلة بمحافظهم الاستثمارية عبر ما يُعرف بمفهوم التنوع، إضافة إلى وجود أسواق مالية نشطة في مراكمة رأس مال مغامر.

٢- جذب الاستثمارات الأجنبية لتساهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية، وتقليص الاعتماد على الاقتراض من الخارج، وتكتسب هذه الوظيفة أهمية إضافية للأسواق المالية الناشئة في ضوء المتغيرات التي طرأت على طبيعة التدفقات المالية الخاصة إلى اقتصادات هذه الأسواق من الدول المتقدمة. فقد شهدت أعوام العقد الحالي تزايداً مستمراً في حجم هذه التدفقات، في الوقت الذي كانت تتراجع التدفقات الرسمية. فعلى سبيل المثال، بلغت التدفقات الخاصة في عام ٢٠٠٨ أكثر من ٧٥٠ مليار دولار، أي أنها تضاعفت حوالي ٦ مرات عما كانت عليه مع بداية هذا العقد، وأنها أكبر بحوالي ٤ مرات من أقصى ما بلغته التسهيلات والقروض البنكية لهذه الدول في الفترة ١٩٨٨ - ١٩٩٨. وارتفعت نسبة التدفقات الخاصة من إجمالي التدفقات من ٤٤ بالمئة في العام ٢٠٠٠ إلى حوالي ٨٦ بالمئة في العام ٢٠٠٧. ولعل التغير الأهم في هذا الشأن هو ازدياد حصة الاستثمار المباشر من هذه التدفقات من ١٥ بالمئة في الفترة ٢٠٠٠ - ٢٠٠٤ إلى ٤٠ بالمئة في الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠٠٧، وازدياد حصة المحافظ الاستثمارية في الأسواق المالية من ٢ بالمئة إلى ٣٠ بالمئة في الفترتين المذكورتين، وهذا التغير جاء على حساب القروض البنكية. وتحمل هذه التغيرات دلالات قوية بشأن أهمية تنشيط وتطوير الأسواق المالية الناشئة لترفع قدرتها التنافسية على اجتذاب الاستثمارات الأجنبية. ويجدر أن نشير هنا إلى ضعف الأسواق العربية في هذا المجال، إذ لم تتجاوز حصتها المالية مع إيران وتركيا من الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية الـ ١ بالمئة من المجموع<sup>(٨)</sup>.

٣- المساهمة في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة، وبالتالي التقليل من تكاليف التمويل ومخاطره. ويتحقق هذا من خلال آليات التسعير العادلة التي توفرها السوق للأدوات (الاستثمارات) المالية المتداولة فيه، وهو ما يوفر عندها مقاييس لأداء الوحدات الاقتصادية المصدرة لهذه الأدوات، تتحدد بموجبها قدرة هذه الوحدات على الحصول على احتياجاتها التمويلية وتكاليف ذلك. فبهذا تكافؤ الوحدات الناجحة، وتعاقب الوحدات الفاشلة. كما أن السوق تتيح الفرص الملائمة لإعادة هيكلة قطاع الشركات المساهمة العامة من خلال عمليات الدمج والانضمام والتحالف بينها على أسس تنافسية.

٤- المساعدة في رفع مستوى الوعي التمويلي والاستثماري للأفراد والمؤسسات، وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حد سواء.

(٨) انظر: محمود عبد العزيز، «الأدوات الجديدة في أسواق المال العربية»، في: أسواق المال العربية: الفرص والتحديات (أبو ظبي: صندوق النقد العربي، ٢٠٠٥)، ونشرات وتقارير البنك الدولي، <http://www.worldbank.com>; Ahmed Abusourour, «The Emerging Arab Capital Markets: Status, Role and Development Prospects», in: Said El-Naggar, ed., *Prospects for Arab Economic Development* (Washington, DC: International Monetary Fund, 2004).

- ٥ - تحسين فرص وإمكانات إقامة علاقات ترابط وقنوات اتصال مالية دولية.
- ٦ - تعزيز قدرة السلطة النقدية في الدولة على إدارة سياستها النقدية، من خلال استخدامها عمليات السوق المفتوحة كإحدى أهم الأدوات غير المباشرة لهذه السياسة.
- ٧ - تسريع عملية التخصيص وتسهيلها، وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد.
- ٨ - المساهمة في النهوض بمستوى الوعي الادخاري والاستثماري لدى مجموع المواطنين.
- ٩ - تحسين قدرة الاقتصاديات المحلية على استخدام الأساليب والأدوات المتاحة من خلال السوق المالية، بهدف التقليل من مخاطر وتكاليف التقلبات الدولية غير المفضلة في الأسعار. وهذا مفيد بشكل خاص بالنسبة إلى الدول التي تفتقر إلى الخبرة في تجارتها الخارجية<sup>(٩)</sup>.
- ١٠ - تعريف الاقتصاديات الأقل تطوراً لمؤثرات إيجابية خارجية، على شكل استيراد تكنولوجيا المعلومات والخبرة الفنية في هذا المجال.
- ١١ - تمكين إدارات الشركات المساهمة العامة من بناء هيكلها المالية الملائمة، التي تحقق من خلالها أفضل التوازنات بين عنصري الربحية والمخاطرة. وفي هذا السياق يجدر أن نشير إلى اعتماد الشركات العاملة في الدول النامية اعتماداً كبيراً على إصدارات أدوات الملكية لتمويل توسعاتها الاستثمارية، مقارنة بتلك العاملة في الاقتصاديات المتطورة<sup>(١٠)</sup>. وهذا المسلك التمويلي يضيف أهمية جديدة إلى أسواق الأوراق المالية باتجاهين: الأول باتجاه الحاجة إلى تنشيط أسواق الأسهم بشكل خاص، والثاني باتجاه تأسيس أو تطوير أسواق أدوات الدين (السندات) لإتاحة الفرصة أمام هذه الشركات لإعادة بناء هيكلها المالية بطريقة تمكنها من الاستفادة من منافع الرفع المالي (Leveraging) حسبما بيّنته النظريات والتطبيقات الحديثة في الأدب التمويلي<sup>(١١)</sup>.
- ويمكن أن نخلص إلى القول بأن للأسواق المالية دوراً هاماً في تحقيق النمو والاستقرار

(٩) انظر: D. Mathieson [et al.], «Managing Financial Risk in Indebted Developing Countries.» IMF Occasional Paper; no. 65 (2005), and T. Chuppe and M. Atkin, *Regulation of Securities Markets: Some Recent Trends and their Implication for Emerging Markets* (Washington, DC: International Monetary Fund, 2002).

(١٠) انظر: Singh Ajit, and Javed Hamid, *Corporate Financial Structures in Developing Countries*, Technical Paper; I (Washington, DC: International Financial Corporation, 2002), and Paul Collier and Colin Mayer, «The Assessment of Financial Liberalisation: Financial Systems and Economic Growth.» *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 5, no. 4 (2007), pp. 1-12.

(١١) انظر: Colin Mayer, «Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development.» in: R. Glenn Hubbard, ed, *Asymmetric Information: Corporate Finance and Investment* (Washington, DC: National Bureau of Economic Research, 2000); C. E. V. Borio, «Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An International Perspective.» BIS Economic Paper; no.27 (2000), and Eugene F. Fama, «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.» *Journal of Finance*, vol. 25, no. 2 (1970), pp. 383-417.

الاقتصادي، ولكن حتى تستطيع هذه الأسواق أن تقوم بالدور المرجو منها، لا بد أن تتصف بمجموعة من الخصائص التي يمكن إجمالها على النحو التالي:

- يجب أن تتمتع السوق بدرجة كافية من السيولة (Liquidity) التي تسمح للمتعاملين بالأوراق المالية بتنفيذ صفقات التداول (Marketability) بسرعة وبسعر معروف، ولا يختلف كثيراً عن أسعار التداول السابقة، على افتراض عدم وجود معلومات جديدة عن أداء الوحدة الاقتصادية المصدرة لهذه الأوراق، وهذا ما يُعرف بخاصية استمرار السعر (Price Continuity)<sup>(١٢)</sup>.

- حتى تتمتع السوق بسيولة كافية، لا بد أن تتصف بالعمق (Depth)، أي أن تجتذب عدداً كبيراً ومتنوعاً من المشاركين والمتعاملين فيه، حيث يهتمون في قراراتهم الاستثمارية بمعطيات العرض والطلب، وهو ما يمنع التقلبات الدراماتيكية غير المبررة اقتصادياً في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

- يجب أن تنجح السوق في تحديد أسعار عادلة للأوراق المالية المتداولة فيها والمبنية على معلومات تاريخية وراهنه عن أداء الوحدات المصدرة لهذه الأوراق، وأن تصاحب ظهور أية معلومات جديدة عن هذا الأداء تعديلات مناسبة، وبالالتجاه الصحيح لهذه الأسعار. وهذه الصفة تُعرف بالكفاءة المعلوماتية (Information Efficiency) التي يجب أن توفر معلومات عن كفاءة التسعير. ولا بد أن يتاح لجميع المشاركين والمتعاملين في السوق معلومات كافية ودقيقة وملائمة وموثوقة عن حركة الأسعار والتداول في السوق، وعن أداء الاقتصاد الكلي، كما عن أداء الوحدات المصدرة للأوراق المالية.

- من العوامل التي تصنع سوقاً مالية جيدة انخفاض تكاليف التداول كنسبة من كل صفقة إلى أدنى مستوى ممكن لها، وهذا ما يوصف بالكفاءة الداخلية أو التشغيلية (Internal Efficiency).

إن الأسواق المالية تتباين في خصائصها من بلد إلى آخر؛ فهناك الأسواق الناضجة والكفوءة في الاقتصادات المتطورة والصاعدة، وهناك الأسواق الضعيفة والضحلة وغير الكفوءة في معظم الاقتصادات النامية. وقد شملت الأدبيات المنشورة حول هذا الموضوع الكثير من المتطلبات والاشتراطات الضرورية لتطوير أداء الأسواق المالية إلى المستوى الذي تستطيع معه تحقيق الأهداف المرجوة منها على أفضل وجه.

ويمكن الإشارة إلى أهم هذه المتطلبات الأساسية التي تلقى قبولاً عالمياً واسعاً، وذلك على النحو التالي:

● بيئة سياسية مستقرة: يتصف المستثمرون عموماً بالحساسية الشديدة تجاه حالات عدم

(١٢) انظر: غسان عياش، أبحاث في الإصلاح المصرفي وتطوير الأسواق المالية (بيروت: اتحاد المصارف العربية، ٢٠٠٣)؛ «Sanford J. Grossman, and Merton H. Miller, «Liquidity and Markets Structure», *Journal of Finance*, vol. 43, no. 2 (1999), and Eugene F. Fama, *Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Security Prices* (New York: Basic Books Inc., 1976).

التأكد والغموض في ما يخص مستقبل الوضع السياسي في البلد. ومن البديهي توقع أن قدرة أية سوق مالية على استقطاب مستثمرين محليين أو أجانب تنتفي عندما تسود حالة من الاضطراب الأمني والسياسي في البلد. فالمستثمرون يبحثون عن الأمان أولاً، لأن من شأن عدم الاستقرار أن يرفع درجة المخاطرة للاستثمارات المالية. وهذا بدوره سيؤدي إلى هروب الاستثمارات إلى الخارج أو إلى رفع معدلات العائد المقبولة على هذه الاستثمارات، مقارنة بالمخاطر العالية. ولكلا الأمرين تبعات سلبية على الأداء الاقتصادي على المستويين الكلي والجزئي.

● **بيئة اقتصادية مستقرة:** تتوافر هذه البيئة من خلال تبني سياسات مالية ونقدية محفزة للاستثمار الخاص؛ فيجب أن تتيح هذه السياسات المجال لقوى العرض والطلب لتحديد أسعار الفائدة أو العائد بدون تدخلات مباشرة. وهذا من شأنه أن يوفر أساساً تنافسية عادلة للقطاع الخاص، في مقابل القطاع العام في تلبية احتياجاته من الموارد المالية. وقد لجأت كثير من حكومات الدول النامية في السابق إلى تمويل العجزات في موازنتها المالية من خلال الاقتراض المحلي، وبأسعار فائدة عالية ومعفاة من الضرائب. ومن شأن هذه الممارسات أن تصعب مهمة القطاع الخاص في الحصول على التمويل بأسعار مناسبة، وبالتالي تصبح جاذبية الأدوات المالية الصادرة على القطاع الخاص لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين ضعيفة نسبياً. وهذا يقود إلى انخفاض الطلب على هذه الأدوات، ويتأثر بالتالي حجم النشاط في السوق المالية. هذا إلى جانب ضرورة تبني سياسة نقدية تحقق الاستقرار في أسعار صرف عملة التداول القانونية، وتكبح جماح التضخم، وسياسة ضريبية غير تمييزية ضد أية أداة من الأدوات المالية المتداولة حتى لا تحدث تشوهات غير مبررة في أسعارها.

● **إطار قانوني وتنظيمي ملائم:** تنفرد السوق المالية عن سوق السلع أو الخدمات بخصيتين تعززان من أهمية وجود التشريعات القانونية والتنظيمية الحصيفة نصاً وتطبيقاً في سبيل نجاح السوق في تحقيق أهدافها المرجوة. **فالخاصية الأولى** هي سهولة وسرعة انتقال عدوى الفشل أو الانهيار بين المؤسسات المكونة للسوق، أو المرتبطة بنشاطها، وهو ما قد يعرض سلامة النظام المالي برمته للخطر، وهذا ما يُعرف بالخطر النظامي (Systematic Risk). أما **الخاصية الثانية**، فهي عدم التماثل أو التناظر في المعلومات المتاحة للمشاركين في نشاط السوق (Information Asymmetry). وهذا الأمر يخلق عدم تكافؤ في فرص تحقيق الأرباح بين هؤلاء المشاركين، بل يسمح لبعضهم بالكسب غير العادي على حساب بعضهم الآخر، وهم في العادة صغار أو أقليات المستثمرين. وعليه، يتعين إنجاز جملة من الترتيبات التي تحافظ بشكل ملائم على مصداقية (Integrity) السوق وعدالتها (Fairness) وكفاءتها (Efficiency) ومن أهم هذه الترتيبات ما يلي:

- إقرار وتطبيق قانون أساسي خاص بالسوق المالية، يحدد أهداف وآليات عمل السوق، والقواعد الناظمة للإدراج والتداول، وحدود صلاحيات إدارته التنفيذية وعلاقتها بالمرجعية الرقابية القائمة. ومن المفيد أيضاً تشريع أعمال شركات الوساطة المالية، من حيث شروط

ترخيصها ونطاق مسؤولياتها تجاه السوق والمستثمرين على حد سواء، إما من خلال قانون خاص وإما في إطار القانون الأساسي.

- إقرار وتطبيق رزمة أخرى من القوانين التي قد لا يكون لها صلة مباشرة بنشاط السوق، ولكنها تساعد على تهيئة المناخ الاستثماري العام، ومنها - على سبيل المثال - قانون للضرائب وقانون للبنوك وقانون لتشجيع الاستثمار وقانون للشركات وغيرها.

- تحديد مرجعية تنظيمية وإشرافية مناسبة على أعمال مؤسسات السوق المالية. وفي هذا السياق، يمكن اعتماد أحد نموذجين: إما «نموذج التنظيم الحكومي المناسب» وإما «نموذج التنظيم الذاتي المستقل» (Self-Regulatory Model)؛ ففي النموذج الأول، تعطى مسؤولية التنظيم والإشراف المباشر على السوق لجهة حكومية واحدة أو أكثر، كوزارة المالية، أو السلطة النقدية. أما في النموذج الثاني، فإن هذه المسؤولية تناط بالسوق نفسها والمؤسسات المتصلة بها، وتتم من خلال هيئة رقابية مستقلة عن الحكومة وعن الإدارة التنفيذية للسوق على حد سواء. وتشير التطورات الأخيرة في هذا الشأن إلى تحول معظم دول العالم إلى تبني النموذج الثاني لمزاياه المتعددة<sup>(١٣)</sup>. وفي جميع الأحوال، يجب أن لا تتعدد الجهات التنظيمية والرقابية المسؤولة عن حسن سير أعمال السوق، ويجب أن تبقى هذه المهمة محصورة في جهة واحدة فقط.

- تبني التشريعات والتعليمات الملزمة للإفصاح المناسب عن المعلومات ذات الصلة بأداء السوق نفسها، أو الشركات المدرجة أوراقها المالية للتداول فيها، تحقيقاً للشفافية والعدالة والكفاءة في التسعير. وفي هذا الإطار، ربما يكون من المفيد تبني متطلبات الإفصاح التي تم اعتمادها من مجموعة العمل المتخصصة في المنظمة الدولية لهيئات أسواق الأوراق المالية (IOSCO) في العام ٢٠٠٤<sup>(\*)</sup>، كما وردت في تقرير المجموعة المذكورة. ويجب أن تمنع هذه التشريعات أيضاً أية صفقات تداول تكون مبنية على معلومات خاصة غير منشورة (Insider Trading)، أو أية أنشطة من شأنها التشويه أو التلاعب في أسعار الأوراق المالية.

- توفير هذه التشريعات والتعليمات للأساس القانوني لنشاط المستثمرين الاعتباريين (Institutional Investors) في السوق، ومنها صناديق الاستثمار المشتركة، وبنوك الاستثمار، وصانعو السوق، وصناديق الضمان الاجتماعي أو نهاية الخدمة التي أصبح لها في الأعوام الأخيرة دور حيوي في تنشيط كثير من الأسواق المالية الناشئة. فمثلاً ارتفع عدد صناديق الاستثمار العاملة التي تمتلكها دول مجلس التعاون الخليجي من ٢٨ صندوقاً مغلقاً وغير مغلق

(١٣) انظر: S. A. Strahota, «Securities Regulations in Emerging Markets: Some Issues and Suggested Answers», The SEC International Institute for Securities Market Development (Washington) (2000); «Report to the 15 Annual Conference of IOSCO», Harmonization of Accounting and Auditing Standards Technical Committee (Montreal) (International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (1998).

(\*) لمزيد من التفاصيل حول هذه المتطلبات، انظر: موقع المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.

في العام ١٩٨٦ إلى ٢٣٠٠ صندوق في العام ٢٠٠٨، وازداد إجمالي أصولها من ١,٩ مليار دولار عام ١٩٨٦ إلى تريليوني دولار عام ٢٠٠٨<sup>(١٤)</sup>.

- استيعاب هذه التشريعات والتعليمات للابتكارات المتسارعة في أنواع الأدوات المالية، التي بدأ تداولها يزداد في الأعوام الأخيرة في الأسواق المالية المتطورة وبعض الأسواق الناشئة، فشاع تداول الأوراق المالية المهجنة التي تجمع بين سمات الملكية والدين (مثل ذلك السندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية). كما شاع بصورة ملحوظة تداول المشتقات المالية (Derivatives) لتحتل مكانة بارزة في الأسواق المالية العالمية؛ إذ بلغ حجم التداول في تلك الأدوات نحو ٤٥٠ تريليون دولار في نهاية عام ٢٠٠٨<sup>(١٥)</sup>. ومن هذه المشتقات الخيارات (Options) والمبادلات (Swaps) والمستقبليات (Futures). ويفيد هذا التنوع في إدارة مخاطر السوق والتقلبات في أدائه بطريقة مثلى.

### ثالثاً: الجاهزية المؤسسية والتحتية للسوق

يتكون البنيان المؤسسي والتحتي للسوق من جميع النظم والإجراءات والمؤسسات التي تكون وظيفتها تسهيل تنفيذ صفقات التداول وتسييره، وحفظ الأوراق المالية وإيداعها، ونقل ملكيتها، وتسوية المدفوعات بين أطراف العلاقة. ولرفع مستوى جاهزية السوق، خرجت مجموعة الثلاثين (G 30)، بعد ورشتي عمل تم عقدهما، بتنظيم من الجمعية الدولية لمديري أسواق الأوراق المالية (ISSA)، بعدد من المقترحات والتوصيات بهذا الخصوص، ويمكن تلخيصها على النحو التالي:

١- استخدام نظام آلي مركزي للتداول والتقاص والتسوية، لما لذلك من مزايا نسبية كثيرة، أهمها تجنّب الأخطاء الناجمة عن القيد اليدوي، وزيادة سرعة القيد والمعالجة، وتحسين القدرة التشغيلية للنظام. كما أن من شأن النظام الآلي تخفيض تكاليف صفقات التداول؛ فبينما تقدّر تكلفة التقاص والتسوية لصفقة التداول الواحدة في الولايات المتحدة، على سبيل المثال، بحوالي ٣٠ دولاراً إذا تمت من خلال نظام يدوي، تنخفض هذه التكلفة إلى ٣ دولارات في حالة النظام الآلي. وحسب مقترحات (G-30) أيضاً بهذا الخصوص، يجب أن يشتمل نظام التسوية والتقاص على نظام لمقابلة جميع أوامر التداول من بيع وشراء (Matching)، وذلك على أساس يوم واحد بعد الصفقة (T+1)، ويجب أن يقوم النظام بتسوية الصفقة نهائياً على أساس «نقل

(١٤) انظر: نشرات البنك الدولي ٢٠٠٨، International Capital، > <http://www.worldbank.com> < Markets: Development Prospects and Key Policy Issues،» World Economic and Financial Surveys (2005)، and «International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues،» World Economic and Financial Surveys (2006).

(١٥) انظر: محمد أبو عمشة، «الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصادات العربية والعالمية»، عالم الاقتصاد (الكويت) (٢٠٠٩)، وخالد أمين عبد الله، الإفصاح ودورة في تنشيط التداول (عمان: مؤتمّر إستراتيجيات تنشيط البورصات العربية، ٢٠٠٤).

الملكية مقابل الدفع»، وذلك في مدة أقصاها ٣ أيام بعد الصفقة (T+3).

٢ - اعتماد مركز إيداع وحفظ أمين واحد لشهادات ملكية الأوراق المالية. ويتم من خلال المركز هذا قيد التغيرات في الملكية الناجمة عن صفقات التداول المنفذة، وتحديث قوائم المساهمين لكل من الشركة المدرجة.

٣ - تطوير الهيكل المؤسسي لحلقات الوساطة المالية العاملة في السوق، وذلك من خلال تحسين مستوى الخدمات التي تقوم بها شركات الوساطة المرخصة لهذا الغرض أساساً، لتشمل تقديم الاستشارات والتحليل المالية لأداء الشركات والسوق، كي تساعد بذلك المستثمرين على ترشيد قراراتهم، وعدم اقتصار دورها على تلقي أوامر البيع والشراء وتنفيذها مقابل عمولات، بدون تقديم أية قيمة مضافة للبائع أو للمشتري. وكذلك من خلال السماح للبنوك التجارية بالقيام بالصرافة الشاملة والوساطة المالية، ولكن وفق أسس مدروسة، خوفاً من تعرضها لمخاطر السوق. كما يتم ذلك أيضاً من خلال تأسيس بنوك استثمار تقوم بإدارة الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، وضمان أو التعهد بتغطية الاكتتاب بهذه الأوراق (Underwriting) وتسويقها، وإدارة محافظ استثمارية لصالحها أو لصالح عملائها، إلى جانب تعزيز دور ما يُعرف بالاستثمار المؤسسي (Institutional Investment) عن طريق تحفيز صناديق التقاعد ونهاية الخدمة، وصناديق الاستثمار المشترك للانخراط الأكبر في فعاليات السوق. وأخيراً، من المهم جداً إيجاد المؤسسات التي تقوم بوظيفة صناعة السوق (Market Making) إلى جانب مؤسسات الوساطة، لتدعيم سيولته وتعميقه.

٤ - إيجاد مؤسسات تعمل على صناعة وتعميم المعلومات الملائمة والمفيدة للمستثمرين، ليتسنى رفع مستوى وعيهم، وبالتالي ترشيد قراراتهم. وتشمل لائحة هذه المؤسسات مكاتب ومراكز البحث والاستشارات والدراسات الربحية وغير الربحية، ومؤسسات الإعلام والاتصال المتخصصة التي تقدم خدمات نقل المعلومة على نطاق واسع عبر وسائل التكنولوجيا المتاحة، وغيرها.

٥ - الارتقاء بمستوى مهنة المحاسبة والتدقيق والتحليل المالي من خلال وضع الأطر المؤسسية والتشريعية المناسبة لذلك. وفي هذا الصدد، يجب توحيد متطلبات الإفصاح المالي، وتطبيق معايير المحاسبة الدولية، لما لذلك من أهمية في حماية المستثمرين، ولا سيما الصغار منهم، وفي التقليل من تأثير المضاربات في أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق.

من شأن التدابير والترتيبات المدرجة في المجموعتين (٣) و(٤) أعلاه أن تؤدي في حالة تطبيقها إلى زيادة إما حجم الطلب على الأوراق المالية المتداولة، وإما حجم المعروض منها في السوق. أما من حيث أولوية تطبيقها، فهذا يعتمد على نوع المشاكل التي تعيق تطور السوق، بمعنى هل هذه المشاكل في جانب الطلب أم في جانب العرض من السوق؟ وفي كلتا الحالتين، سيقود ذلك إلى تطوير أداء السوق وزيادة فرص نجاحها في تحقيق أهدافها التنموية. ويبدو أن جميع الدلائل المتوافرة في التقارير والدراسات الأكاديمية، أو تلك الصادرة عن المؤسسات الدولية المختصة، تشير بوضوح إلى العلاقة القوية بين مستوى تطور البنى والهيكل القانونية

والتنظيمية والمؤسسية للأسواق المالية، وقدرتها على تأدية دورها المأمول في التنمية الاقتصادية المستدامة. وفي هذا السياق، تبرز عدة تساؤلات هامة حول ماهية البنية القانونية والتنظيمية والمؤسسية، التي تحكم حالياً نشاط أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية، ومدى تحقيق أهدافه ورؤيته المستقبلية.

## رابعاً: أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية: الواقع وآفاق التطور

كما أسلفنا، يبدو أن في الأوساط المهمة إجماعاً بشأن أهمية الدور الذي يمكن لسوق الأوراق المالية أن تلعبه في مسيرة التنمية الاقتصادية المستدامة لأي بلد. ودول مجلس التعاون الخليجي قطعاً لن تكون الاستثناء، بل على العكس من ذلك، فخصوصية الوضع في دول الخليج قد تضفي على هذا الدور أهمية جديدة، وتقدم مزيداً من الاعتبارات والمسوغات ليس فقط لإنشاء هذه الأسواق، وإنما أيضاً لاتخاذ جميع التدابير اللازمة لتطويرها. ويمكن تلخيص أبرز هذه المسوغات والاعتبارات على النحو التالي:

١- على الرغم من التوسع الملحوظ الذي يتمتع به القطاع المالي في دول الخليج منذ العام ١٩٨٥، فقد بقي حجم الائتمان الممنوح محدوداً وفي معظمه قصير الأجل ومتوسط الأجل، ولا يفي في أي حال بالاحتياجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية الإنتاجية، التي تُعتبر بمثابة المحرك الرئيسي لعجلة التنمية. ومن هنا، يكون لسوق الأوراق المالية دور مأمول أكبر في حشد المدّخرات المحلية والأجنبية، وتوجيهها على شكل أدوات استثمارية متنوعة لتمويل الأنشطة الإنتاجية الطويلة المدى والكبيرة الحجم. ويُذكر أن أحد أسباب ضعف القاعدة الإنتاجية للاقتصاد الخليجي كان في الماضي، وما زال، هو غياب مصادر التمويل الطويل الأجل للقطاعات الحقيقية، وبالتالي هناك حاجة ماسة إلى هذا النوع من التمويل من أجل بناء تراكم رأسمالي يساعد في تحقيق التنمية، وفي وضع الاقتصاد الخليجي على مسارات نمو أعلى ممّا هو عليه حالياً.

٢- حتى لو تطور الأداء الائتماني والاستثماري للقطاع المالي والمصرفي في دول الخليج، فإن حجم احتياجات عملية تنمية الاقتصاد الخليجي من الموارد المالية كان وما زال يفوق كثيراً إمكانيات هذه البنوك؛ فحسب البرنامج التنموي ٢٠٠٤ - ٢٠١٠ الصادر عن صندوق النقد العربي في العام ٢٠٠٢ والتقارير الصادرة عن المؤسسات الدولية في ما بعد، فإن حجم الموارد المالية اللازم استثمارها بأوجه مختلفة في الاقتصاد الخليجي لأغراض التنمية يقدر بمئات مليارات الدولارات. ومن المتوقع أيضاً أن يأتي جزء كبير من هذه الموارد على شكل استثمارات من القطاع الخاص. وهذا الأمر يتطلب وجود سوق مالية كفوءة ونشطة تستقطب رؤوس الأموال المحلية والوافدة، وتوظيفها على أسس تنافسية في خدمة جهود التنمية الجارية.

٣- إن تأسيس أسواق الأوراق المالية وتطويرها سيوفران بدائل استثمارية متنوعة أمام الوحدات الادخارية في الاقتصاد، بعدما كان أكثر من ثلثي إجمالي الاستثمار الخاص يذهب



إلى قطاع الإنشاءات. وفي هذه الحالة، سيتم التشجيع على الادخار، وتوسيع قاعدة المستثمرين لتشمل قطاعاً واسعاً من المواطنين، بصرف النظر عن أحجام مدّخراتهم، وتمكّن البنوك أيضاً من توظيف جزء من ودائعها في محافظ استثمارية متنوعة ومحسوبة المخاطر، وبالتالي زيادة دورها التنموي في الاقتصاد.

٤- توفر أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي الآليات المناسبة لتسهيل جذب رؤوس الأموال الخليجية والأجنبية من الخارج للمشاركة في بناء اقتصاد الدولة العتيدة. وهذا الأمر يُعدّ في غاية الأهمية، ولا سيما أن حجم المدّخرات المحلية لن يفي بأي حال من الأحوال بمتطلبات التنمية من الموارد المالية؛ إذ إن نسبة المدّخرات الخليجية المحلية تقدّر بحوالي ٣٠ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي، أي بحوالي ٥٠٠٠ - ١٠٠٠٠ دولار في المتوسط سنوياً<sup>(١٦)</sup>. فإذا ما قورنت هذه المدّخرات بالاحتياجات التمويلية للاستثمار الخاص، والمقدرة بحوالي ١٠٠ مليار دولار سنوياً خلال الأعوام الخمسة القادمة لكل دولة من دول المجلس، ناهيك عن الاحتياجات التمويلية للإنفاق الاستثماري العام<sup>(١٧)</sup>، التي تم توفير معظمها حتى الآن على شكل مبيعات نفطية، فإن ذلك يدلّل بوضوح على أهمية استقطاب رؤوس الأموال الخليجية في الخارج، وكذلك بعض الاستثمارات الخاصة العربية والأجنبية. ولا شك في أن السوق المالية هي أهم القنوات التي ستدفق من خلالها رؤوس الأموال الاستثمارية هذه إلى دول المجلس.

لهذه الاعتبارات، ومن خلال متابعة تطور تداول الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي التي تُوجت أخيراً بانطلاق أسواقها المالية، الذي يُعتبر في حد ذاته إنجازاً كبيراً في الاتجاه الصحيح، فإن عملية التداول ما زالت بحاجة إلى إجراءات جديدة ودعم مستمر من قبل السلطات المشرفة، كي تكون هذه السوق من المرونة بحيث تستوعب جميع المتغيرات الاقتصادية المحلية والدولية. وبحسب قوانين دول الخليج، فقد تقرررت للأسواق المالية الأهداف التالية:

- حشد المدّخرات المحلية والأجنبية، وتوظيفها على شكل استثمارات في الأسهم والسندات الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، ذات الطبيعة الإنتاجية الداعمة، لتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة في دول المجلس.

- تنظيم تداول الأوراق المالية ومراقبته بشكل يضمن كفاءة وشفافية وسهولة هذا التداول.

(١٦) انظر: Stanley Fischer [et al.], *Securing Peace in the Middle East: Project on Economic Transition* (London: MIT Press, 1994), and «Report of the Technical Committee,» International Accounting and Auditing Standards (Montreal) (1999).

(١٧) انظر: Ross Levine and Sara Zervos, «Stock Markets, Banks and Economic Growth,» World Banks, Policy Research Department (2005); «Comparative Analysis of Disclosure Regimes, Markets,» A Blueprint (Montreal) (1997), and «Clearing the Settlements in Emerging Markets,» A Blueprint (Montreal) (2000).

- توفير أنظمة تداول ورقابة وتسوية وتحويل ونقل لملكية الأوراق المالية تكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء، وسلامة التعامل في الأوراق المالية، وتيسير اكتشاف الأسعار الحقيقية للأسهم والسندات المدرجة من خلال تعزيز عوامل العرض والطلب.

- وضع أسس التداول، وتزويد جميع المتعاملين في وقت واحد بالمعلومات عن الأوراق المالية.

- توفير أكبر قدر من الاستقرار في حركة الأسعار، بحيث يتم صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية بشكل منتظم وتدرجي.

- توفير انتشار واسع ودقيق للمعلومات المطلوبة، وإيصالها بالسرعة اللازمة، وذلك كي يتسنى للمستثمر اتخاذ القرار المناسب له.

- حماية المستثمرين من جميع أشكال التلاعب والاحتيال.

- تطوير خدمات وفعالية السوق عن طريق تطوير أساليب وإجراءات ووسائل جديدة للتعامل بالأوراق المالية، ومن خلال استقطاب المعلومات والابتكارات التقنية والخبرات في هذا المجال.

- السعي إلى تأهيل الأسواق لتكون أسواقاً إقليمية ودولية في منطقة الشرق الأوسط.

وتأتي هذه الأهداف منسجمة إلى حد كبير مع تلك المرجوة من تأسيس الأسواق المالية في باقي دول العالم، وسبق أن عرضناها آنفاً.

#### أ - البنية القانونية والتنظيمي والمؤسسي للأسواق

بموجب القانون، يتشكّل لكل دولة مجلس إدارة للسوق من ٩ - ١١ عضواً، منهم وزير الاقتصاد، ووزير المالية، ومحافظ البنك المركزي، وهيئة الأوراق المالية بصفتها المرجعية الرقابية للسوق، والقطاع الخاص ورجال الأعمال، وشركات الوساطة. ولأجل تحقيق الأهداف المرجوة من الأسواق، تم منحها عدداً من الصلاحيات أهمها:

(١) قبول شركات الأوراق المالية المؤهلة كأعضاء في السوق، وتنظيم أعمالها، والإشراف عليها وعلى مستخدميها بالشكل الذي يكفل سلامة التداول بالأوراق المالية ونقل ملكيتها، ويرفع من مستوى الخدمات التي يقدمها الأعضاء في السوق للمستثمرين.

(٢) إقامة صندوق ضمان تسوية المعاملات وإدارته، وذلك من أجل تعويض أي عضو في السوق عن الخسائر التي تلحق به نتيجة فشل عضو آخر في تسوية أية صفقات للأوراق المالية.

(٣) وضع شروط وأسس إدراج الأوراق المالية بجميع أنواعها في السوق، ورفض إدراج أية أوراق مالية لا تنطبق شروط ومتطلبات الإدراج عليها أو على الجهة المصدرة لها.

(٤) تحديد وفرض متطلبات إفصاح محدّدة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق، بموجب أنظمة و/ أو تعليمات خاصة تصدر عن السوق، وتحديد أنواع المعلومات

المطلوبة والفترة الزمنية الواجب تقديمها خلالها، وغير ذلك من الشروط، وذلك كي يتسنى للسوق جمع وتحليل المعلومات اللازمة لممارسة أنشطة السوق، وإيصال المعلومات الخاصة بالشركات إلى جمهور المستثمرين، وبالسرية اللازمة، لمساعدتهم في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد.

بعد استكمال الترتيبات المؤسسية والإدارية واللوجستية الضرورية، بدأت الأسواق ممارسة نشاطها الفعلي بين العام ١٩٨٢، كما في سوق الكويت للأوراق المالية، والعام ٢٠٠١، كما في سوق دبي وأبو ظبي للأوراق المالية بـ ٥٦ جلسة تداول أسبوعياً. ويمكن تلخيص أبرز ملامح بنیان السوق من النواحي الثلاث المذكورة على الشكل التالي:

● ما زالت السوق تعمل بموجب قانون الدولة، مع صدور القانون الأساسي للسوق والتشريعات الأخرى ذات الصلة. ويذكر أن هناك قانوناً للأوراق المالية أعدته المؤسسة الدولية للاستثمار (IFC) بالتعاون مع إدارة الأسواق، وما زالت المعالجة التشريعية جارية.

● لكل سوق مجلس إدارة مكون من ٩ - ١١ عضواً، كما نص عليه قانون كل دولة، ويباشر صلاحياته الإشرافية والتوجيهية وفق ما هو منصوص عليه في القانون وقانون الشركات النافذ في كل دولة.

● تقوم هيئة الأوراق المالية بدور المرجعية الرقابية للسوق من خلال ممثليها في مجلس الإدارة ومراقبها الدائم في السوق؛ فمن الناحية التنظيمية، يمكن اعتبار الهيئة أنها تتمتع بصلاحيات الرقابة، ولديها الصلاحيات الكافية لإصدار التعليمات والقواعد المنظمة لأنشطة أعضائه، بالتنسيق مع الحكومة.

● صدر عن الهيئات والأسواق عدة رزم من التعليمات والقوانين والتشريعات الأساسية لنشاط الأسواق، ومنها النظام الداخلي للسوق، والرسوم والعمولات، ونظام الإدراج، ونظام العضوية. فبحسب نظام الإدراج، يتعين على الشركات المساهمة، التي ترغب في إدراج أسهمها للتداول في السوق، استيفاء الشروط التالية<sup>(١٨)</sup>:

(١) متطلبات إدراج أسهم شركات المساهمة العامة المؤسسة في دول الخليج، وهذا يتم بأن تتقدم جميع الشركات المساهمة العامة المؤسسة في كل دولة بطلبات بشأن إدراج أسهمها في الأسواق المالية المرخصة في الدولة، من خلال الحصول على ترخيص هيئة الأوراق المالية، أو إدارة السوق أولاً، ومن ثم اختيار إحدى الأسواق المالية المرخص لها في الدولة، والتقدم بطلب الإدراج لديها. ويمكن أن تُجمل هذه المتطلبات بما يلي:

(١٨) انظر: «نشرات هيئات الأوراق المالية»، International Society for Securities and «G-30 Review Report», Administrators (ISSA) (Switzerland) (2005); *Handbook: 1996-1997* (Zürich: [n. pb.], 2006), and John Mullin, «Emerging Equity Markets in the Global Economy», *Federal Reserve Banks of New York Quarterly Review* (2003).

### ■ شروط قيد شركة محلية لدى هيئة الأوراق المالية:

تكون شروط إدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة العامة المؤسسة في كل دولة للتداول في السوق وفق التصنيف التالي، على أن يقرن اسم الشركة المدرجة بفئة من فئتي تصنيفها في جميع الأحوال؛ إحداهما الفئة التي يُشترط لتصنيف الشركة ضمنها:

- أن تكون الشركة مسجلة لدى هيئات الأوراق المالية أو السوق المالية؛

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين، وصدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين، ومخول بتدقيق حسابات الشركات المساهمة؛

- ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن ١٠ ملايين دولار، أو ٣٥ بالمئة من رأس المال المكتتب فيه، أيهما أعلى؛

- أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة إلى كل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية؛

- ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع؛

- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في العام؛

- أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية، وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق؛

- أية شروط أخرى يقررها مجلس إدارة الهيئات من حين إلى آخر.

أما الفئة الأخرى، فتصنّف الشركة ضمنها:

- عندما لا يتوافر فيها شرط أو أكثر من الشروط المقررة في الفئة الأولى أو من الشروط الأخرى التي يقررها المجلس من حين إلى آخر.

- يتم نقل الشركات من الفئة الثانية إلى الفئة الأولى عندما تتوافر لدى الشركة المنقولة شروط إدراج الفئة المنقولة إليها، كما يتم نقل الشركات من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية عند الإخلال بشروط إدراج فئتها الحالية وتوافر شروط إدراج الفئة المنقولة إليها.

- للمجلس نقل أية شركة من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية في حال امتناع الشركة عن التقيد بأحكام الإفصاح والشفافية المعمول بها، أو إخلال الشركة بتلك الأحكام.

### (٢) متطلبات إدراج أسهم شركات المساهمة العامة الأجنبية:

يتوجب على الشركة المساهمة العامة الأجنبية الراغبة في إدراج أسهمها لأغراض التداول في دول مجلس التعاون الخليجي، الحصول على ترخيص هيئات الأوراق المالية أو إدارة السوق، ومن ثم اختيار إحدى الأسواق المالية المرخص لها في الدولة، والتقدم بطلب الإدراج لديها.

### ■ شروط إدراج أسهم شركة أجنبية لدى الهيئات أو سوق المال :

- تقديم طلب من الشركة طالبة الإدراج ، موقع من شخص أو جهة مخولة رسمياً بالتوقيع نيابة عن الشركة.

- أن تكون الشركة المصدرة للأوراق مستوفية لجميع الأحكام الواردة في قانون بلد تأسيسها.

- أن تتخذ الشركة شكل شركة مساهمة عامة.

- أن تكون الشركة مدرجة في سوق البلد الأم، وأن تخضع تلك السوق لإشراف جهة أو هيئة تمارس اختصاصات شبيهة باختصاصات هيئة الأوراق المالية في الدولة.

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين، وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات معتمد.

- ألا يقل رأس مال الشركة عمّا يعادل ٨ ملايين دولار أمريكي، وألا يقل عدد المساهمين المسجلين فيها عن ١٠٠ مساهم.

- أن يزيد صافي موجودات الشركة بما لا يقل عن ٢٠ بالمئة من رأس مالها المدفوع، أو أن تكون قد حققت أرباحاً صافية قابلة للتوزيع على المساهمين لا يقل متوسطها عن ٥ بالمئة من رأس المال المدفوع، وذلك خلال العامين السابقين لتاريخ تقديم طلب الإدراج.

- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في العام.

- ألا توجد للشركة أو لدى الدولة التي تتبعها بجنسيتها أية قيود مطلقة بشأن حظر انتقال ملكية الأسهم بين المتعاملين من غير مواطنيها، وبيان القيود المحدودة إن وجدت.

- أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية الصادرة في الدولة، قبل السماح بتداول أسهمها في السوق بفترة لا تقل عن ١٠ أيام قبل موعد الإدراج.

- أن تعين الشركة ممثلاً لها في دول الخليج يقوم بمهام تسجيل الأسهم، وتوزيع الأرباح، وتلقي وإصدار التقارير والوثائق ذات الصلة بعمل الشركة.

- أية شروط أخرى يقرها مجلس إدارة الهيئات أو إدارة السوق من حين إلى آخر.

### ■ شروط حصول الشخص على ترخيص وساطة لدى هيئات الأوراق المالية أو إدارة السوق :

- أن يكون شخصاً اعتبارياً مؤسساً داخل الدولة.

- أن يتخذ أحد الأشكال المنصوص عليها في القانون بشأن الشركات التجارية.

- أن يكون ما لا يقل ٥١ بالمئة من رأس ماله مملوكاً لأشخاص طبيعيين أو اعتباريين متمتعين بجنسية الدولة.

- أن يقتصر نشاطه على أعمال الوساطة.

- ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن ٥ ملايين دولار أمريكي.
- أن يكون عقد الشركة مكتوباً باللغة العربية وموثقاً أمام الجهات الرسمية.
- ألا يكون أي من مديري الشركة أو الشركاء المفوضين بإدارتها أو ممثلها القائمين بأعمال الوساطة قد توقف عن دفع ديونه التجارية حتى لو لم يقترن ذلك بإشهار إفلاسه، أو يكون قد أشهر إفلاسه ولم يُردّ إليه اعتباره، أو يكون قد حُكم عليه بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف والأمانة ولم يُردّ إليه اعتباره.
- أن يكون مدير عملياته حاصلاً على مؤهل فوق الثانوية، مع خبرة عملية لا تقل عن عامين في مجال الأعمال المالية أو المصرفية أو الاستثمار أو المحاسبة، وأن يُوظف ما لا يقل عن ٤ ممثلين تتوافر فيهم الشروط التي يستلزمها النظام الخاص بعمل الوسطاء لدى الأسواق المالية في دول الخليج، بالإضافة إلى موظف لخدمة العملاء.

#### ■ شروط ترخيص الشركة لمزاولة عمل الوساطة:

- حتى يتمكن الوسيط من الحصول على رخصة لمزاولة العمل باسم الغير ولحسابه، يتعيّن عليه القيام بالخطوات التالية:
- اختيار اسم لشركة الوساطة، بالتنسيق مع إدارة الترخيص في الهيئات.
- حجز اسم الشركة في دائرة التنمية الاقتصادية التابعة للدولة، التي سيتم مزاولة النشاط منه.
- الحصول على رسالة عدم ممانعة من الهيئات على السير في إجراءات ترخيص الشركة لدى دائرة التنمية الاقتصادية.
- إعداد عقد تأسيس للشركة باللغة العربية، وتوثيقه من الجهات الرسمية في الدولة.
- تقديم ما يثبت إيداع رأس مال الشركة بقيمة ٦ ملايين دولار أمريكي، كحد أدنى، في أحد البنوك العاملة في الدولة.
- الحصول على الرخصة التجارية من دائرة التنمية الاقتصادية، لتأسيس الشركة وتسجيلها في السجل التجاري.
- الحصول على شهادة عضوية للشركة من الغرفة التجارية للمدينة التي سيتم العمل منها.
- الحصول على رسالة من وزارة الاقتصاد تفيد بأن الشركة اتخذت الإجراءات اللازمة لنشر محررها الرسمي في نشرة الشركات التجارية لدى الوزارة. أما إذا كانت الشركة مساهمة عامة، فيجب الحصول على شهادة قيد لدى الوزارة.

● تستخدم الأسواق أحدث أنظمة التداول والتفاضل والتسوية لتكفل السرعة والدقة وسلامة التعامل، وهي محوسبة بالكامل. ويتم التداول فيها (تنفيذ أوامر البيع والشراء) من خلال شبكة إلكترونية تربط بين السوق وجميع شركات الوساطة. وقد قامت الأسواق بوضع

أسس للتداول وإيصال المعلومة من خلال هذا النظام تضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية، بغض النظر عن موقعهم الجغرافي أو حجم تعاملاتهم أو علاقاتهم مع الشركات الأخرى.

● يعمل في السوق نظام مركزي موحد للإيداع وتحويل ملكية الأوراق المالية وإجراء عمليات التسوية عليها. وقد قامت الأسواق بالتعاقد مع بنوك في الدولة، للقيام بمهام بنوك التسوية، وضمان تسديد أثمان صفقات التداول في حالة تخلف أي من الوسطاء الأعضاء في السوق عن الوفاء بالتزاماته المالية. وبحسب الاتفاقية هذه، فإن تاريخ التسوية النهائي لصفقات التداول هو يوم العمل الخامس من تاريخ البيع أو الشراء (T+5). وهناك قرار من إدارة السوق بتحويل هذا التاريخ إلى (T+3) لتنسجم مع متطلبات التسوية الدولية. علاوة على ذلك، وقّعت الهيئات اتفاقية الحفظ الأمين (Custodianship) مع بنك HSBC، لطمأنة المستثمرين الأجانب إلى حقوقهم الناجمة عن تعاملاتهم مع الأسواق.

● يبلغ عدد شركات الوساطة المالية التي تم اعتمادها كأعضاء في الأسواق حتى تاريخه ٥٥٠ شركة تتمتع جميعها برؤوس أموال عالية، لدعم متطلبات حماية المستثمر من مخاطر تسوية أثمان صفقات التداول.

#### ب - أداء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي : بيانات ومؤشرات

حققت أسواق المال الخليجية منذ تأسيسها تطوراً ملحوظاً من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة وتزايد حجم التداول، وارتفاع مؤشر الأسعار (أسواق المال). وفي الجدول الرقم (١) أهم البيانات والمؤشرات عن تطور أداء الأسواق في الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠٠٨، وبيانات مقارنة لعدد من الأسواق المالية العربية المختارة.

#### (١) حجم السوق

يتضح من الجدول الرقم (١) أن بالرغم من التطور الذي حصل في حجم أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية في عام ٢٠٠٨، مقارنة بالأعوام السابقة ومقارنة بالأسواق العربية الأخرى المذكورة في الجدول، يأتي الحجم النسبي لأسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي بمقدار ٥٩٩٦٩٦,٥٥، حيث يشكل نسبة ٧٥ بالمئة من حجم الأسواق المالية العربية من إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية مجتمعة، والبالغة حوالي ٨٠٥٥٦١,٩٨ كما في نهاية عام ٢٠٠٨، الذي يُعتبر عاماً استثنائياً، لأن العالم يمر بأزمة مالية عالمية.

وتأتي في المرتبة الأولى السعودية بحجم مقداره ٢٤٦٨٠٩,٨٥ مليار دولار (٣٠,٦٤ بالمئة)، وتليها السوق الإماراتية بمقدار ١٢٧١٠٥,٣٦ مليار دولار (١٥,٧٨ بالمئة)، ثم الكويت بحجم مقداره ١١٣٥٢٧,٠٧ مليار دولار (١٤,١ بالمئة)، تليها مصر بمقدار ٨٣١٨٥ مليار دولار (١٠,٣٣ بالمئة)، وتأتي فلسطين في المرتبة الأخيرة بحجم مقداره ٢١٠٤,٥٧ مليون دولار (٠,٠٢٦ بالمئة).

## الجدول الرقم (١)

القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة في أسواق المال لمجلس التعاون الخليجي، وعدد من الأسواق العربية المختارة في نهاية الأعوام ٢٠٠٥ - ٢٠٠٨ (\*)

(مليار دولار)

السوق	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	النسبة
أبوظبي	١٢٥,٦٤٦,٠٨	٧١,٦٨٨,٧٩	١١٢,١٥٩,٥٢	٦١,٨٨٧,٦٣	٠,٠٧٦٨٢٥٤١١
عمان	٣٧,٦٣١,٢٣	٢٩,٧٨٥,٥٠	٤١,٢٩٨,٤٧	٣٥,٩٨٤,٣٦	٠,٠٤٤٦٧٠٢١٩
البحرين	١٧,٢٧٦,٣٤	٢١,١٢٢,٨٤	٢٦,٧٩٥,٩٣	١٩,٩٥٤,٥٢	٠,٠٢٤٧٧٠٩٣١
بيروت	٤,٩١٧,١٨	٨,٣٠٣,٦٤	١٦,٠٩٣,١٤	١٤,٧٨٩,٠٧	٠,٠١٨٣٥٨٦٩٩
المغرب	٥,٥٦٩,٩٠	١١,٨٩٤,٣٧	١٨,٥٣٥,٩١	٦٣,٤٢٠,٥٨	٠,٠٧٨٧٢٨٣٦٨
الدوحة	٨٧,١٤٠,٩٤	٦٠,٩١٣,٠٩	٩٥,٥١٧,٩٩	٧٦,٦٥٦,٧٤	٠,٠٩٥١٥٩٣٣٢
دبي	١٠٨,٧٧٤,٦٨	٨٦,٨٧١,٧٢	١٣٨,٦٩٧,٨٣	٦٥,٢١٧,٧٣	٠,٠٨٠٩٥٩٢٩٥
مصر	٧٩,٧٠٣,٠٩	٩٣,٦٠٠,٦٨	١٣٤,٩٠٣,٥٢	٨٣,١٨٥,٠٠	٠,١٠٣٢٦٣٣١٤
الكويت	١٣٩,٤٨٦,١٤	١٤١,٩٢٣,١٨	١٩٣,٥١٣,٢٨	١١٣,٥٢٧,٠٧	٠,١٤٠٩٢٩٠٣٢
مسقط	١٠,٩٢٨,٠٧	١٣,٠٣٦,٩٨	٢٢,٧٦٧,٠٣	١٥,٦٤٣,٠١	٠,٠١٨١٧٨٠١٨
فلسطين	٣,٧٥١,٥٩	٢,٧١٢,١٤	٢,٤٠٣,٩٦	٢,١٠٤,٥٧	٠,٠٠٢٦١٢٥٤٩
السعودية	٦٤٧,٥٠٢,٦٦	٣٢٦,٣٦٤,٤٧	٥٢٢,٧٢١,١٢	٢٤٦,٨٠٩,٨٥	٠,٣٠٦٣٨٢١٩٨
تونس	٢,٨٣٥,٧٨	٤,٢٢٠,٣١	٤,٩٩٢,٧٥	٦,٣٨١,٨٣	٠,٠٠٧٩٢٢٢٠٩
المجموع	١,٢٧١,١٦٣,٦٨	٨٧٢,٤٣٧,٧١	١,٣٣٠,٤٠٠,٤٥	٨٠٥,٥٦١,٩٨	١

(\*) تعكس بيانات السوق النظامية للأسهم ولا تشمل بيانات السوق الموازية في معظم الدول.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، نشرات فصلية مختلفة، < <http://www.amf.org.ae/pages/Page.aspx?Type=8589934592&PubClass=4&ForceLanguage=ar> > .

وقد يكون الأهم من قياس الأحجام عند نهاية فترة ما، هو قياس اتجاه التطور في هذه الأحجام للتباين الكبير في أعمار الأسواق المالية العربية. فالتطور في حجم أسواق مال دول المجلس يبدو مشجعاً نسبياً، رغم انخفاض القيمة السوقية للأسهم الإجمالية للأسهم المدرجة فيها من ١١٣٦٧٥٤,٩١ مليار دولار في نهاية عام ٢٠٠٥ إلى ٥٩٩٦٩٦,٥٥ مليار دولار في نهاية عام ٢٠٠٨. ويرجع سبب الانخفاض إلى تأثير أسواق المال في دول المجلس بالأزمة المالية العالمية التي تعرضت لها الولايات المتحدة الأمريكية وكان لها تأثير في أسواق المال في دول المجلس، للارتباط الوثيق بين اقتصادات دول المجلس والولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، أي بنسبة مقدارها ٤٧,٢٥ بالمئة. هذا في الوقت الذي انخفضت أحجام معظم الأسواق العربية المدرجة في الجدول. وإن هذه الانخفاضات في أسواق المال في دول المجلس ناجمة بشكل أساسي عن انخفاض مؤشر أسعار الأسهم لا عن انخفاض عدد الشركات المدرجة للتداول في هذا السوق (الجدول الرقم (٢)).



## الجدول الرقم (٢)

عدد الشركات المدرجة في أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي  
وعدد من الأسواق العربية المختارة في نهاية الأعوام (٢٠٠٥ - ٢٠٠٨) (\*\*)

السوق	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	النسبة
أبوظبي	٣٨	٥٩	٦٤	٦٥	
عمان	١٩٠	٢٠٩	٢٤٥	٢٦٠	
البحرين	٤٥	٤٧	٥١	٥٢	
بيروت	١٦	١٥	١٥	١٤	
المغرب	٥٣	٥٤	٧٣	٧٦	
الدوحة	٣٠	٣٣	٤٠	٤٣	
دبي	١٩	٣٣	٥٥	٦٢	
مصر	٧٥٩	٧٠٦	٤٣٥	٣٨٠	
الكويت	١٣٢	١٦١	١٩٦	٢٠٠	
مسقط	١٢٢	١٢٤	١٢٥	١٣٦	
فلسطين	٢٦	٢٨	٣٥	٣٧	
السعودية	٧٤	٧٩	١١١	١٢٦	
تونس	٤٥	٤٦	٥١	٥٠	
المجموع	١٦٠٠	١٦٤٧	١٥٥٠	١٥٥٥	

(\*\*) تعكس بيانات السوق النظامية للأسهم ولا تشمل بيانات السوق الموازي في معظم الدول.  
المصدر: المصدر نفسه.

فبينما لم يزد هذا العدد إلا بـ ٤٠ شركة في العام ٢٠٠٨، و٢٢٤ شركة عن العام ٢٠٠٥ خلال أربعة أعوام، انخفض المؤشر رغم زيادة عدد الشركات المدرجة، حيث فقدت السوق حوالي ٤٧,٢٥ بالمئة من قيمتها في العام ٢٠٠٨ بسبب الأزمة المالية العالمية، التي أثرت بشكل كبير في أسواق المال لدول مجلس التعاون الخليجي، كما أشير سابقاً، ولا ارتباطاً بالأسواق بشكل كبير بأسواق الولايات المتحدة الأمريكية التي بدأت الأزمة المالية العالمية منها. وفي المقابل، زاد عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية باستثناء سوقي بيروت ومصر اللتين انخفض فيهما عدد الشركات المدرجة، إلا أن عدد الشركات في الأسواق العربية انخفضت في العام ٢٠٠٨ بحوالي ٤٦ شركة لتصل إلى حوالي ١٥٥٥ شركة في العام ٢٠٠٨ بعد أن كان العدد ١٦٠٠ شركة في العام ٢٠٠٥، في حين تراجعت مؤشرات الأسعار في جميع الأسواق العربية، باستثناء سوق الخرطوم، بنسب تراوحت بين ٤٥ بالمئة في كل من الإمارات والكويت والسعودية وحوالي ٤ بالمئة في مصر، ولم يطرأ تغير على بورصة الجزائر.

وبالنظر إلى محدودية جميع الأسواق العربية من حيث الحجم والعمق، ومن ضمنها أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، يبدو أن التغيرات الحادة التي تطرأ على مؤشرات الأسعار في هذه الأسواق من عام إلى آخر ناجمة عن المضاربات فيها وليس بالضرورة عن متغيرات اقتصادية حقيقية على المستويين الكلي والجزئي.

بالنسبة إلى حجم التداول في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، يوضح الجدول الرقم (٣) حجم الانخفاض؛ حيث انخفض حجم التداول من ١٥٢٢٦٩٩,٣٦ مليار دولار في العام ٢٠٠٦، وواصل انخفاضه في العام ٢٠٠٨ ليصل إلى ما يزيد على ٧٨١٤٩٣,٨٦ مليار دولار.

### الجدول الرقم (٣)

أحجام التداول في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، وعدد من الأسواق العربية المختارة في نهاية الأعوام ٢٠٠٥ - ٢٠٠٨ (مليار دولار) (\*\*)

السوق	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	النسبة
أبوظبي	٢٦,٦٩١,٣٧	١٧,٩٠٧,٨٢	٤٢,٨٢٥,١٨	٦١,٢٧٩,٨١	٠,٠٧٨
عمان	٢٣,٠٣٦,٧٨	١٩,٥٤٣,٩٩	١٧,١٠٩,٣٩	٢٧,٠٧٩,٠٤	٠,٠٤٥
البحرين	٦٠٠,٩٦	١,٢٢٨,٩١	٨١٦,٠٧	١,٩٠٥,٤٦	٠,٠٢٥
بيروت	٨٣١,٤٦	١,٧٤٥,٦٣	٤,٥٨٩,٥٨	١,٥١٤,٩٥	٠,٠١٨
المغرب	٥,٤٤٢,٧٨	٨,٥٦٩,٩٢	٢٠,٩١٧,٨٥	١٤,٢٣١,٢١	٠,٠٧٩
الدوحة	٢٥,٤٠٧,٠٣	٢٠,٣٣٤,٤٨	٢٤,٧٣٨,٠٥	٤١,٢٤٩,٧٢	٠,٠٩٥
دبي	١٠٥,٢٧٧,٦٦	٩٣,٦٥٧,٣٧	٨٩,٩٠٤,٨٥	٦٩,٨٧٩,٨٧	٠,٠٨١
مصر	٢٢,٤١٤,٣٠	٤٠,١٧٦,٠٧	٤٩,٣٨٨,١٩	٦٥,١٦٦,٩٤	٠,١٠
الكويت	٩٣,٩٩٠,٦٤	٥٥,٧١٤,١٤	١٢٠,٦٥٩,٣٠	١١٦,٠٢٣,١٧	٠,١٤
مسقط	٢,٩٩٩,٩٦	٢,٠٧٣,٧٤	٤,٧١٤,٦١	٨,٠٣٣,٦٢	٠,٠٢
فلسطين	١,٩٩٤,٤٧	٩٣٠,٥٥	٧٥٣,٦٥	١,٠٨٨,٦٠	٠,٠٠٢
السعودية	٩٦٨,٢١٦,٧٩	١,٣٣١,٧٨٢,٩٠	٦٢٨,٠٥٥,٥٧	٤٨٣,١٢٢,٢٢	٠,٣١
تونس	٤٦٥,٦٩	٤٨٧,٠٧	٥٥٧,٤٢	١,٤٢٥,٣٨	٠,٠٠٨
المجموع	١,٢٧٧,٣٦٩,٨٩	١,٥٩٤,١٥٢,٦٠	١,٠٠٥,٠٢٩,٧٠	٨٩١,٩٩٩,٩٨	١

(\*\*) تعكس بيانات السوق النظامية للأسهم ولا تشمل بيانات السوق الموازي في معظم الدول.

المصدر: المصدر نفسه.

وقد ارتبط حجم التداول في أسواق المال لدول المجلس التعاون بشكل قوي بأسواق الأوراق المالية، حيث إن التقديرات الاقتصادية أشارت إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي لدول المجلس خلال العام ٢٠٠٨ بنسبة ٧ بالمئة، ويُعزى هذا إلى النمو في القطاعات غير النفطية، مثل قطاعات البناء والعقارات والنشاط التجاري، إضافة إلى انخفاض حجم التضخم ليصل في العام ٢٠٠٨ إلى ٩ بالمئة، هذا إضافة إلى زيادة حجم السيولة في النصف الثاني من العام ٢٠٠٨ بنسبة ٢٣ بالمئة، لتصل إلى تريليون دولار، وارتفاع موجودات البنوك بزيادة قدرها ١٥,٩ بالمئة لتصل إلى تريليوني دولار، هذا إضافة إلى كثير من الإصلاحات التنظيمية والقانونية، والضوابط والإجراءات والتشريعات، كالتحول إلى نظام المتاجرة عن طريق الهامش، ومراقبة المتاجرة عن طريق السحب على المكشوف، وتعزيز نظام حوكمة الشركات وتعزيز الشفافية، والارتقاء بمهنة المحاسبة والتحليل المالي.

من جانب آخر، يتعزز الاستنتاج القائل بضيق ومحدودية أسواق الأوراق المالية في دول

المجلس التعاون الخليجي كما الأسواق العربية الأخرى، إذا ما قورنت بالأسواق الناشئة والمتطورة في العالم. فقد وصل حجم السوق العالمية كما في نهاية العام ٢٠٠٨ إلى أكثر من ٥٠ تريليون دولار<sup>(١٩)</sup>. هذا يعني أن نسبة القيمة الرأسمالية للأسهم في الأسواق العربية إلى إجمالي القيمة في الأسواق العالمية لا تتعدى بأحسن الأحوال ١ بالمئة، في الوقت الذي يشكل إجمالي الناتج المحلي العربي إلى الناتج المحلي العالمي حوالي ١,٣ بالمئة. وبالنسبة إلى عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية في نهاية ٢٠٠٨ حوالي ١٥٥٥ شركة، بينما وصل هذا العدد إلى حوالي ٣٠٠٠٠ شركة في الأسواق الناشئة الأخرى و٥٠٠٠٠ في الأسواق المتطورة. هذا إلى جانب أن عدداً كبيراً من الشركات المدرجة في معظم الأسواق العربية يتسم التداول على أسهمها بالضعف الشديد.

## (٢) مؤشرات على دور السوق في الاقتصاد الخليجي

يقاس حجم الدور الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في الاقتصاديات المحلية عادة باستخدام ثلاثة مؤشرات أساسية هي: نسبة القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة إلى الناتج المحلي الإجمالي (GDP)؛ نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ نسبة حجم التداول إلى القيمة السوقية الإجمالية للأسهم. وقد بين<sup>(٢٠)</sup> الارتباط الوثيق بين عمق السوق وسيولتها، مقيسة بالمؤشرات الثلاثة المذكورة أعلاه ومعدلات النمو الاقتصادي من جهة، والقدرة على تجميع المدخرات ونمو الإنتاجية في الاقتصاد من جهة أخرى. كما<sup>(٢١)</sup> خلص إلى القول إن تعميق السوق يحفز تكاليف الوساطة المالية ويقلل منها، وهو ما يسهل حركة الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين، ويجعل السوق أقدر على امتصاص الصدمات المحلية والخارجية.

يعرض الجدول الرقم (٤) هذه المؤشرات الثلاثة بشأن حجم دور أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية، وعدد من الأسواق العربية المختارة للعام ٢٠٠٨؛ فنسبة حجم السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي تقيس قدرة السوق على تحريك رأس المال لتزويد المستثمرين بفرص كافية للتمويل والتنوع في محافظهم، بهدف التحوط ضد المخاطر، وذلك على مستوى الاقتصاد ككل. فكما يتضح من الجدول، فإن هذه النسبة تجاوزت ١,٩٦ بالمئة في سوق السعودية، و٣٥ بالمئة في سوق الإمارات، وتتراوح بين ١٢ بالمئة في سوق تونس و٨٣ بالمئة في سوق الكويت، و٥٤ بالمئة في سوق قطر، و٥١,٤ بالمئة في سوق مسقط، و٩,٥ بالمئة في سوق البحرين، في المرتبة الأخيرة. وفي المتوسط، فإن هذه النسبة أقل كثيراً من

International Finance Conference, 2009.

(١٩)

(٢٠) انظر: Robert Pardy, «Stock Markets, Banks and Economic Growth»; Levine and Zervos, «Institutional Reforms in Emerging Securities Markets.» World Bank, Policy Research; Working Paper (2002), and Yusif Sayigh, *The Determinants of Arab Economic Development* (London: Croom Helm, 2008).

(٢١) انظر: Pau, A. Popiel, *Development of Money and Capital Markets* (Washington, DC: World Bank, 1998), and Abdalla Shamia and Hussain Ali Al-Talafha, «Amman Financial Market Stability, Effectiveness and Efficiency: An Economic Analysis.» Abhath Al-Yarmouk, Yarmouk University (Irbid- Jordan) (1999), pp. 41-71.

تلك التي تسود الأسواق الصاعدة والأسواق المتطورة على حد سواء. ومن المهم القول إن ارتفاع هذه النسبة أو انخفاضها لا يقيسان بالضرورة حجم التداول؛ إذ قد يكون هذا التداول ضئيلاً في سوق ذات حجم ضخم، والعكس صحيح.

#### الجدول الرقم (٤)

مؤشرات إحصائية بشأن دور أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي وعدد من الأسواق العربية المختارة في الاقتصاد المحلي للعام ٢٠٠٨

الدولة	نسبة القيمة السوقية GDP (بالمئة)	نسبة حجم التداول GDP (بالمئة)	نسبة حجم التداول/ القيمة السوقية الإجمالية (بالمئة)
أبوظبي	٩	١١	٠,٩٩
عمان	٧٧	٩	٠,٧٥
البحرين	٣٠	١٧	٠,٠٩٥
بيروت	١٠	١	٠,١٠٢
المغرب	٣٤	٣	٠,٢٢٥
الدوحة	٤٥	٢	٠,٥٤
دبي	١١	٧	١,٠٧
مصر	٢٨	٦	٠,٧٨
الكويت	٨٣	٤٨	١,٠٢٢
مسقط	٤٠	٢٠	٠,٥١٤
فلسطين	١٦	١,٩	٠,٥٢
السعودية	٣٥	١١	١,٩٦
تونس	١٢	١	٠,٢٢٣

المصدر: احتساب الباحث استناداً إلى البيانات الواردة في الجداول الرقم (٣).

ولقياس درجة سيولة الأصول المالية المتداولة في السوق بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي، ولمعرفة قدرة السوق على تدوير ذلك الجزء من الناتج المحلي لخدمة التنمية الاقتصادية، تم احتساب نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي كما يتضح من الجدول المذكور. وتبدو هذه النسبة منخفضة إلى حد ما في سوق الإمارات للأوراق المالية والبحرين ومسقط وقطر والسعودية، كما في غيرها من الأسواق العربية باستثناء سوق الكويت إذا ما قورنت بمثيلتها في الأسواق الناشئة؛ ففي سوق هونغ كونغ مثلاً، تبلغ النسبة ٥١ بالمئة، وسنغافورة ٤١ بالمئة، وماليزيا ١٧ بالمئة.

وبخصوص المؤشر الأخير، وهو نسبة حجم التداول إلى القيمة السوقية الإجمالية، فهو يقيس درجة سيولة الاستثمار في السوق نفسها. ويلاحظ من الجدول الرقم (٤) أن هذه النسبة جيدة في سوق الإمارات مقارنة بغيرها من الأسواق العربية، كما في سوقي الكويت والسعودية. وهذا يعني أن الأسهم المدرجة في هذه الأسواق لا تتصف في مجملها بدرجة عالية من السيولة. وهذه السمة قد لا تشجع المستثمرين على الإقبال على شراء هذه الأسهم خوفاً من عدم تمكنهم من تسيلها ساعة يشاؤون.

### ج - ملاحظات تقييمية حول أسواق دول مجلس التعاون للأوراق المالية

ما تزال درجة تحقيق أهداف إنشاء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية (كغيرها من الأسواق العربية) متواضعة، بالرغم من تطور أدائها في الأعوام الماضية؛ إذ لم تنجح هذه الأسواق بعد في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها على شكل استثمارات في الأسهم في الاقتصاد المحلي على أسس تنافسية، وهو الهدف الأول والأساسي من وجودها. كما أنها لم تنجح بعد في تصويب العادات والممارسات الاستثمارية التمويلية للأفراد والمؤسسات على حد سواء، ولا في خلق حالة مرضية من الوعي والرشد الاقتصادي لدى عامة المواطنين. وتتجلى الهوة بين المستهدف والمتحقق في هذا المجال في كثير من المؤشرات والمعطيات التي تم ذكرها في الفقرات السابقة. ومن أهم أسباب هذا القصور في تحقيق أهداف السوق ما يلي:

- أن أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي ما تزال صغيرة الحجم، وضيقة، ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة ولا التنوع. وقد يكون ذلك بسبب حداثتها من جهة، ونتيجة عوامل ثقافية واجتماعية تؤثر في نمط ملكية الشركات وتنظيمها، وعدم إدراج أسهمها للتداول في السوق، من جهة ثانية.

- الخلل في هيكلية الأسواق المؤسسية؛ فما تتميز به هذه السوق هو قلة عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول، وضعف صناعة السوق وتغطية الإصدارات، والافتقار إلى الأدوات المالية (الاستثمارية) الحديثة واقتصارها على الأسهم وعلى السندات فقط في بعض الأحيان، ونقص المعلومات وعدم تدفقها إلى المستثمرين بالكمية والكيفية الملائمتين، وهو ما يؤثر في عدالة عمليات التداول وعدم كفاية التسعير. كما أنه لم يتم بعد تحديد متطلبات الإفصاح عن الإدراج أو في التقارير المالية الدورية، ولم يجر بعد تطوير مستوى مهنة المحاسبة والتدقيق من حيث تشريعاتها ومعاييرها ومؤسساتها. كما أنه لم يجر تنشيط صناعة نشر المعلومات عن أداء السوق أو الشركات المدرجة فيها، بالشكل المهني.

- الخلل في هيكل الأسواق القانونية والتنظيمية؛ فما تزال هذه الأسواق تعمل بقانون يحكم النشاط فيها رغم ما فيه من نُعْر كثيرة، ورغم وجود هيئات رقابية مستقلة تضمن حسن سير عملها، وبدون تشريعات حديثة تسمح لأعضاء السوق بتطوير أدوات مالية جديدة. فالمطلوب هو توفير الغطاء القانوني لتطوير سوق للسندات وتفعيله بشكل نشيط في المرحلة الأولى، وتوفير غطاء قانوني آخر للمشتقات المالية في مراحل متقدمة.

- ما زالت هناك تشريعات وقوانين لإدارة الاقتصاد الخليجي لم يجر تحديثها، ومنها قانون الشركات وقانون البنوك وقانون الضرائب، وغيرها، حيث ما زال الاقتصاد الخليجي يعاني اختلالات هيكلية سببها الأزمات المالية والانفتاح على الأسواق العالمية بشكل غير مدروس، وتعارض القوانين والتشريعات بحسب كل دولة ووفق القانون لدول مجلس التعاون الخليجي.

هذه الملاحظات التقييمية تكشف عن وجود أوجه قصور متعددة، إما في بيئة عمل الأسواق وإما في هياكل الأسواق نفسها. وتستدعي هذه الملاحظات الوقوف عندها ملياً من قِبل الأطراف ذوي العلاقة بالسوق، بهدف تصويب الممكن من القصور هذا إذا ما أردنا للسوق أن تؤدي الدور

الاقتصادي المأمول منها في المرحلة المقبلة. وتزداد أهمية هذا الدور ونحن على أعتاب فرصة إصدار عملة خليجية موحدة مستقلة في إطار الترتيبات الاقتصادية النهائية، فتقع على أجهزة بلدان الخليج العربية المختصة مسؤولية استكمال البنية التنظيمي والقانوني للأسواق من جهة، وتهيئة المناخ الاستثماري العام من جهة أخرى. وعلى إدارة الأسواق وفعاليات القطاع الخاص استكمال البنية المؤسسية للسوق، وتهيئة أفضل السبل لتنشيط التداول فيها وعميقها.

## خامساً: أهمية تطوير الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تحضيراً لإصدار العملة الخليجية الموحدة

يبين ما سبق، وباستفاضة، أوجه الانتفاع المحتملة من السوق في مسيرة التنمية الاقتصادية المحلية. ويبيّن أيضاً أن قدرة السوق على المساهمة في الحياة الاقتصادية للبلد تتوقف إلى حد كبير على سلامة المناخ الاستثماري واستقراره بشكل عام أولاً، وعلى مستوى تطور مختلف هياكله ثانياً؛ فالحاجة إلى تطوير أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون يجب أن تأتي إذاً في إطار الجهود المطلوبة لإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني الخليجي ككل، عن طريق إحداث الاستقرار الاقتصادي والتنمية المستدامة. وكلما زادت مستويات الاستقرار ومعدلات التنمية في الاقتصاد الخليجي، تحققت ظروف أفضل لإصدار النقد عندما تتخذ القيادات السياسية القرار السياسي بذلك الشأن.

في هذا السياق العام، تبدو العلاقة بين مستوى تطور الأسواق المالية والتحضير لإصدار العملة الخليجية الموحدة علاقة هامة جداً وإن تكن غير مباشرة. ويمكن أيضاً تحديد عدد من أوجه العلاقة المباشرة والخاصة بين الحاجة إلى تطوير الأسواق والاستعداد لإصدار العملة، وذلك على النحو التالي:

- وجود سوق مالية متطورة يعزز قدرة البنوك المركزية الخليجية على إدارة السياسة النقدية من خلال استخدام عمليات السوق المفتوحة كإحدى أهم الأدوات غير المباشرة للتحكم في عرض النقد، وبالتالي المحافظة على استقرار سعر صرف العملة الخليجية الموحدة.

- وجود أسواق مالية متطورة يعزز من فرص اقتصادات الدول الخليجية على جذب الاستثمارات الأجنبية، وهذا بدوره سيراكم الاحتياطي النقدي بالعملات الأجنبية في خزائن البنوك المركزية الخليجية، وهو ما يعزز من قدرة هذه البنوك على المحافظة على استقرار سعر صرف هذه العملة.

- وجود سوق مالية متطورة يرفع من قدرة الاقتصاديات الخليجية على امتصاص التأثيرات المحتملة لأية أزمات أو تصدعات محلية أو خارجية. فنتائج الأزمات الدولية على الاقتصاديات المحلية كانت تتباين درجة حدتها مع مستوى التطور والكفاءة في أسواقها المالية والمصرفية. والاستخلاصات النهائية من الأزمة المالية الأخيرة في دول العالم تشير إلى ضعف هياكل أنظمة هذه الدول المالية كأحد أهم مسببات الأزمة المالية والنتائج السلبية المترتبة عليها. وفي ضوء توجهات الانفتاح والتكامل التي تشهدها الأسواق المالية العالمية حالياً، في إطار ما أصبح يُعرف

بالعولمة الاقتصادية، فإن هذه المهمة بحاجة إلى أسواق مالية متطورة تزداد إلحاحاً.

بالخلاصة، قبل الوصول إلى الإصدار الفعلي للعملة الخليجية الموحدة، لا بد من إنجاز جملة من الترتيبات الاقتصادية والقانونية والفنية. ومما لا شك فيه أن من بين هذه الترتيبات ما يتعلق بتطوير أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بصفته من أهم حلقات الاقتصاد؛ فحركة الاقتصاد لا تتم بمعزل عن اتجاه حركة جميع حلقاته واتساقها، وإن الخلل في أداء أية واحدة من هذه الحلقات يؤدي بالضرورة إلى ضعف ما في حركة الاقتصاد الكلي، وبالتالي إلى عدم استقرار قيمة العملة.

## التوصيات

١ - مراجعة التشريعات، ومعالجة الفجوات وأوجه التباين بينها، من حيث التنظيم والرقابة والتداول وحقوق التملك، مع العمل على تكامل التقنيات المستعملة، من أنظمة تداول وتسوية ورقابة، وفتح الأسواق أمام التملك والاستثمار المشترك لتكوين محافظ استثمارية من هذه الأوراق، وتعزيز التنسيق والربط، وتطوير المعايير، والإجراءات.

٢ - في الحالات التي ترغب فيها بعض أسواق رأس المال العربية في الاندماج مع أسواق عربية أخرى، لا بد من بذل الجهود لتنسيق التشريعات، وتطوير الأسواق تكنولوجياً لتمكين الوسطاء فيها من الترابط، وتسهيل اتخاذ القرارات من قبل المستثمر، مع الاستفادة مما تحقق من ترابط تكنولوجيا في عدد من أسواق رأس المال العربية.

٣ - تشجيع القيد المشترك للأوراق المالية في عدد من الأسواق المالية في ضوء اتفاقيات أو مذكرات تفاهم، تستفيد منها جميع الأطراف المتعاونة، إلى جانب صوغ اتفاقيات بينية عربية في مجالات وسائل الدفع والمقاصة والتسوية، والدخول في عمليات تمويل الأوراق المالية الحكومية من خلال الإصدارات المحلية والدولية، وتوجيه مثل هذه الأموال إلى تمويل المشاريع.

٤ - العمل على إنشاء دور صانع السوق وتعزيزه لتمكينه من المساهمة في تحقيق قدر معقول من الاستقرار والتوازن في الأسواق المالية، ومواجهة حالات التقلبات الشديدة غير المبررة.

٥ - تفعيل دور الوسطاء الماليين، وإعادة النظر في أنظمة التسعير والتداول، وتكوين سوق رأس مال خليجي مشترك.

٦ - تعميق التوعية بالعلاقة بين المخاطرة والعائد من الاستثمار بالأوراق المالية، وتطوير مجموعة الأوامر والاستراتيجيات الملازمة لهذا الاستثمار، وأن لا تكون مقتصرة على أمر السوق، إلى جانب تطوير أدوات السوق النقدي وسوق رأس المال، وتشجيع الاستثمار الخاص للأفراد من خلال شراء الحصص في صناديق الاستثمار، مع بذل جهود حقيقية لطرح صناديق استثمار ذات امتداد إقليمي وعربي وتكون قادرة على حيازة موجودات استثمارية متنوعة تلبي مختلف احتياجات المستثمرين.

٧ - العمل على تنسيق حملات التوعية والتثقيف في مجالات التداول، وإبراز أهمية كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني في ضبط ظروف اتخاذ القرار الاستثماري.

٨ - تشجيع أسواق رأس المال الخليجية على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وفتح المجال أمام أسواق رأس المال العربية الأخرى للمساهمة فيها، بالاستفادة من تجربة بورصة دبي العالمية، وبالتحول من شركة مساهمة خاصة إلى شركة مساهمة عامة، إذ يُتوقع أن يؤدي هذا التحول إلى المزيد من الإدراج المشترك، وبالتالي إتاحة المجال لاندماج بعض أسواق رأس المال الخليجية.

٩ - يجب إسناد قرار دمج أو تكامل أسواق رأس المال الخليجية إلى الاستراتيجيات، والأهداف، والقيم المضافة، والتداؤب (Synergy)، وأن ينطلق من الالتزام القوي، والرؤية الواضحة، وأن يبدأ بعد مرحلة خصخصة أسواق رأس المال الخليجية.

١٠ - تحديد دقيق لدور القطاع العام، وانتهاج سياسة التدرج في الخصخصة، وتوفير الدعم القوي لبرنامج الخصخصة، وتوفير الاقتناع التام به، وإعادة هيكلة القطاعات الخدمية في النواحي التشريعية والتشغيلية، وتوفير البيئة الاستثمارية الجاذبة لمواكبة طرح مشاريع الخصخصة، وتفعيل دور أسواق رأس المال في استيعاب مخرجات الخصخصة، ومساهمة المؤسسات المالية الوسيطة، والصناديق في تفعيلها، وتعبئة المدخرات لإنجاح برامجها، والتوعية بأهميتها، والتقييم المستمر لها، مع العمل على زيادة كفاءة القطاع الخاص وتدعيم الحرية الاقتصادية اللازمة لحركته.

١١ - التفكير الجاد في إمكانية تطوير التقنيات والأدوات اللازمة للتحوط وإدارة المخاطر التي تصاحب عمليات الاستثمار في أسواق رأس المال، مع تأكيد الأدوات المالية الحديثة التي يُطلق عليها المشتقات الاستثمارية.

١٢ - تطوير وتفعيل الآليات التي يمكن إن تساهم في الإسراع في التوصل إلى تكامل أسواق رأس المال الخليجية، بما فيها الجهود المبذولة من قبل اتحاد هيئات أسواق رأس المال الخليجية، واتحاد البورصات العربية، واتحاد العملات الأجنبية - الأسواق المالية، مع ضرورة تأسيس اتحاد عربي لشركات الوساطة المالية.

١٣ - الدعوة إلى تشكيل مجموعة من اللجان المتخصصة من الدول الخليجية، لتنظيم إصدارات السوق الأولية وعمليات شركات الوساطة المالية، وتقديم المقترحات المتعلقة بتعديل التشريعات، وتيسير تطبيق الأنظمة الإلكترونية، وذلك من قبل اتحاد هيئات أسواق رأس المال الخليجية واتحاد البورصات العربية.

١٤ - تكوين لجنة من القانونيين والاقتصاديين والمحللين الماليين وخبراء الاستثمار لدراسة التشريعات الخليجية الخاصة بأسواق رأس المال الخليجية، بهدف إزالة أوجه التعارض مع تبنّي النصوص الإيجابية التي تشجع الاستثمار وتدعو إلى التكامل العربي والتوافق مع توجهات منظمة التجارة العالمية، مع العمل على تناغم التشريعات المالية والاستثمارية الخليجية، وبخاصة ما يتعلق بالاستثمار الأجنبي والشركات والسجل التجاري والوكالات التجارية، وإعداد قانون موحد استرشادي للمشرعين في مجال أسواق رأس المال.

١٥ - الاتفاق بين الجهات ذات العلاقة على إجراءات تجسيرية لتجاوز الفجوات القائمة في



الإفصاح، والشفافية في الأسواق، ووضع برنامج مشترك لثقافة الإفصاح، وتوعية المستثمرين بشأن حقوقهم بالاطلاع في التوقيت المناسب، وبلورة محتوى الحد الأدنى لللائحة حوكمة الشركات، بما في ذلك معايير مشتركة للإدراج والإفصاح، وتعزيز القدرات الفنية والرقابية لهيئات أسواق رأس المال، والعمل على تحقيق الاستثمار المشترك في تكنولوجيا معلومات أسواق رأس المال، والتوافق في إنشاء قواعد البيانات المشتركة، وتنظيم الإدراج المشترك.

١٦ - حث أسواق رأس المال الخليجية على تطوير تشريعاتها بما يتناسب مع المعايير الدولية، بما في ذلك فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي، وإزالة القيود عن ملكية وحركة رأس المال، وتشجيع الدول الخليجية على الانضمام إلى المؤسسات الدولية، بما فيها المنظمة الدولية لهيئات أسواق الأوراق المالية (IOSCO)، والاتحاد الدولي للبورصات (WFE)، مع الاسترشاد بمبادئ تطبيق الحوكمة المعتمدة من قبل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD).

١٧ - ضرورة تبني المعايير المحاسبية الدولية (IAS) التي تحكم إعداد وتقديم القوائم المالية، ووضع معايير دقيقة للتدقيق (المراجعة) للارتقاء بمستوى المهنة مع مراعاة أهمية معايير الإفصاح الدولي، وتوعية مستخدمي القوائم المالية للشركات المساهمة بأهمية دراستها، بهدف تحديد قيمة السهم، ووضع متطلبات إلزامية من قبل الجهات الحكومية والرقابية الأخرى التي تحدد المعلومات التي يتضمنها ويجب الإفصاح عنها في القوائم المالية كحد أدنى.

١٨ - إعداد دراسات تقييمية للنجاحات والإخفاقات التي مرت بها أسواق رأس المال الخليجية، للاستفادة من دروسها.

١٩ - إعداد منظومة متكاملة من القوانين والأنظمة التي تخدم إنشاء وتفعيل أسواق رأس المال الخليجية، وهيكل تنظيمي نموذجي لها، مع تقديم مقترحات حول تهيئة المقومات والظروف اللازمة لتنوع أدوات أسواق رأس المال في الدول الخليجية التي ما تزال تتعامل في الأدوات المالية التقليدية.

٢٠ - الاستفادة من التجربة الجديدة لبورصة دبي العالمية في مجال الإدراج أو القيد المشترك، والعمل على تعميمها في أسواق رأس المال الخليجية.

٢١ - اعتماد قواعد ترخيص موحدة للمؤسسات المالية والعاملين فيها، وقواعد مشتركة للإدراج والقيد المشترك والتداول والمقاصة والإيداع المركزي والتسوية، والربط الإلكتروني بين أسواق رأس المال العربية والخليجية، ومراعاة إمكانية تنسيق أوقات التداول فيها.

٢٢ - تعزيز دور الإعلام الاقتصادي والعربي والخليجي على النحو الذي يمكنه من أداء دوره الإيجابي في مجال توعية المستثمرين بتطورات وأوضاع أسواق رأس المال العربية، وما فيها من آفاق وتحديات.

٢٣ - الاستفادة من تجارب تكامل أسواق رأس المال الخليجية والعربية مع الأسواق الإسلامية والدولية، والعمل على وضع مؤشر عربي موحد لأسواق رأس المال العربية، ومؤشر آخر للشركات الإسلامية في أسواق رأس المال العربية والإسلامية.

٢٤ - تدعيم دور الأكاديميين العرب في تكامل أسواق رأس المال العربية في مجال تنسيق التشريعات والقوانين واللوائح والإفصاح والشفافية والرقابة، مع تأكيد اهتمامها بالأسواق الصغيرة والناشئة، ومساعدة الدول التي تتردد في إقامة أسواق رأس المال.

٢٥ - تدعيم دور الأكاديميين العرب في مجال تنظيم المؤتمرات والمنتديات والملتقيات والندوات، وتقديم الدراسات العليا والبرامج التدريبية المتخصصة بأعمال أسواق رأس المال، وتعميمها في الأقطار العربية ■

## مراجع إضافية

أبو عمشة، محمد كمال. «أثر الأسلوب المستخدم في عمليات الخصخصة على كفاءة التحكم في المنشأة من منظور نظرية الوكالة المالية.» مجلة جامعة بيت لحم: ٢٠٠٨.

الإمام، أحمد فهمي. أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية. بيروت: اتحاد المصارف العربية، ١٩٧٩.

الجزيري، خيرى. «كفاءة الأسواق المالية: بحث في الأسس النظرية مع التطبيق على سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية.» مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين (كلية التجارة، جامعة القاهرة): العدد ٤٣، ٢٠٠١.

الحمدان، علي حسن. الكويت وأزمة سوق المناخ. الكويت: مكتبة أم القرى، ١٩٩٩.

المنذري، سليمان محمود. البيئة الاقتصادية للبورصات. عمان: مؤتمر إستراتيجيات تنشيط البورصات العربية، ٢٠٠٠.

موقع صندوق النقد الدولي على شبكة الإنترنت، <http://www.imf.org/external/arabic/index.htm>.

النجار، فريد. إدارة التمويل ونماذج الاستثمار. ط ٤. القاهرة: وكالة الأهرام للتوزيع، ٢٠٠٦.

النعسان، وليد. الأسواق المالية وعمليات رأس المال. الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (عمان) (٢٠٠٣).

«Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies.» Cambridge University Press (England): 1994.

«Developing the Occupied Territories: An Investment in Peace.» Washington: 2003.

«Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration.» *A Policy Research Report*: 2007.

«Regulatory Environments in Emerging Markets.» IFC Capital Markets Department (Washington): 2003.

«The Role of Regional Capital Markets in Enhancing Resource Mobilization and in Promoting their Efficient Use,» UNCTAD (Geneva): 2004.

Stiglitz, Joseph. «Financial Markets and Development.» *Oxford Review of Economic Policy*: vol. 5, no. 4, 2000. pp. 55-68.