

أسواق المال العربية وتحديات المرحلة المقبلة

إعداد

نجوى عبد الله سمك

أستاذ مساعد بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية

جامعة القاهرة

قسم الاقتصاد

nagwasamak@yahoo.com

Abstract

last decade has many important economic features. They are varied from the successive financial crises, to the crises on the world level like eleventh of September and Iraq war. These crises showed the importance of capital market efficiency to the healthy of the economy. The frequency of the financial crises increased in the nineties after liberalization of the financial sector and deregulation of capital movement. A lot of literature proved the highly correlated relation between liberalization of financial sector ,capital account and the financial crises. These events reflected, the risk of liberalization in inefficient and not qualified capital market. The paper **aimed** to investigate and analyze the main characteristics of the Arab capital market, the level of efficiency and the degree of integration in both region and world level, in order to determine if they are qualified enough to integrate safely with the rest of the world , avoid crises , have the ability to treat any crisis and decrease the negative effect of it

The statistics and quantitative results showed that:-

- various indicators such as market capitalization as a percentage of GDP number of listed companies, value trade to GDP and turn- over ratio which measures the size and liquidity of the market, have been developing since the early of nineties, the composed index of these measures showed that the Saudi Arabian market are the biggest and liquid one, then Kuwait and Egypt.

- Most of the Arab markets improved their market's infrastructure, trading , clearing, settlement and central depository systems .

However, these improvements, the markets still suffer from serious weaknesses points such as:-

-They are very fragment and small market comparing by the rest of the world and other emerging markets.

Lack of transparent and disclosure of data .

- Shortage or absent of important intermediate companies such as , credit rating, securities analysis and market maker . The most common kind on them are brokerage companies.

- The volatility of return to all countries is relatively high.

-The statistical distribution of the change in returns are skewed and the value of kurtosis is greater than three . The unit root test rejected the hypothesis of nonstationarity except the case of Jordan . All these prosperities of the return implied the Arab market inefficient

-Although of the presence of agreement between some Arab stock markets the degree of integration are very low, which causes the fragmentation of the markets and of course decrease the chance to integrate with the rest of the world . These characteristics considered challenges to the Arab market, especially after the liberalization of their capital account .The paper suggested some policies implication which help to overcome these problems On the stock market level ,we suggested a time plane , short –medium and long term procedures to facilitate the integration between them as a region market. The other policies on the economy levels to avoid the negative effect of the capital account liberalization

مقدمة:-

أثبتت الأزمات المالية المتلاحقة منذ منتصف التسعينيات ، وأخيراً الأزمات علي المستوى العالمي مثل أحداث ١١ سبتمبر وحرب العراق . أن الأسواق المالية من أكثر وأسرع القطاعات تأثراً بالأحداث ، وبصفة خاصة بعد موجات التحرير المالي التي سادت كافة الدول المتقدمة والناشئة.

تختلف الأزمات الحالية والتي بدأت مع أحداث ١١ سبتمبر، عن الأزمات الأخرى سواء علي مستوى الدول مثل أزمة المكسيك ، الأرجنتين ، روسيا، أو علي مستوى الإقليم مثل أزمة آسيا في أواخر عام ١٩٩٧. فهي أزمات علي المستوى العالمي ، متزامنة وتؤثر علي الاقتصاد العالمي ككل . كان لهذه الأزمات تأثيراً كبيراً علي سوق المال حيث حدث تحول حاد عن الاستثمارات في الأصول الخطرة سواء في الدول المتقدمة أو الناشئة ، وأيضاً تدهور شديد في التمويل الخارجي المقدم للأسواق الناشئة ، سواء من خلال التجارة أو نتيجة انخفاض درجة الثقة ، وزيادة درجة عدم التأكد . أدي ذلك إلي تقيد التدفقات المالية بما فيها الاستثمار الأجنبي المباشر .

حرصت الدول العربية علي إتمام كافة السياسات والإجراءات التي تساعد علي التحرر المالي، وتنمية أسواقها المالية ، لإتاحة الفرص لتدفق الاستثمارات إليها مباشرة أو غير المباشرة، للمشاركة في عملية التنمية منذ مطلع التسعينيات .

تهدف الورقة ، وبعد أن أصبحت منطقة الشرق الأوسط ، وبصفة خاصة المنطقة العربية هي محور الأزمات العالمية . إلى قياس وتحديد ، طبيعة وخصائص الأسواق المالية العربية لتحديد مدى فاعليتها وكفاءتها في القيام بدورها علي المستوى المحلي ، ومدى قدرتها على الاندماج المالي مع العالم الخارجي . ومحاولة تحديد أفضل الأساليب التي يجب أن تتبع علي المستوى المحلي و الإقليمي ، لتقوية الأسواق العربية، وإعدادها للانندماج المالي الآمن مع العالم الخارجي ، لمواجهة الأزمات حال حدوثها كسوق إقليمي واحد لدعم الخروج من الأزمات ، والحد من المخاطر المصاحبة لهذه الأزمات .

المنهجية:-

يتبع البحث أسلوب التحليل المقارن ، مع تطبيق بعض المؤشرات الإحصائية، الانحراف المعياري وتحديد مدى إتباع العائد للتوزيع الطبيعي وبعض الأساليب الكمية مثل (Unit root test) اختبار الجذور الأحادية ، لتحديد كفاءة الأسواق المالية العربية .

تنقسم الورقة إلى ثلاثة أجزاء كالتالي:-

نعرض في الجزء الأول لطبيعة الأزمات المالية ، من وجهة نظر تاريخية،، وتحديد أهم الاختلافات بين أزمات التسعينيات وغيره من الأزمات المالية السابقة ، وتحديد الأسباب التي أدت لهذا التكرار المتلاحق من الأزمات المالية خلال حقبة التسعينيات. نتناول خلال الجزء الثاني من الورقة ؛ طبيعة الأسواق المالية العربية ومدى كفاءتها ، ودرجة الاندماج المالي علي المستوى الإقليمي ، والعالمى وما إذا كانت هذه الخصائص تؤهلها للانندماج الآمن مع أسواق المال العالمية . وأخيراً نعرض في الجزء

الثالث لمجموعة من الإجراءات والسياسات على مستوى أسواق المال والسياسات الاقتصادية التي تؤدي الى تطوير الأسواق المالية العربية ورفع كفاءتها ، وتأهيلها للاندماج الأمن مع أسواق المال العالمية ، والحد من الآثار السلبية للأزمات والتعامل معها بمرونة .

خطة البحث:-

أولا :- الأزمات المالية و تدفقات رؤوس الأموال.

١- نظره تاريخية للأزمات المالية .

٢- الجوانب الايجابية والسلبية لتدفقات حقبة التسعينيات.

٣- أسباب الأزمات المالية المتكررة في التسعينيات.

ثانيا: خصائص أسواق المال العربية.

١ - تطور أسواق المال العربية من حيث الحجم والسيولة .

٢ - التطور في مقومات البنية الأساسية في الأسواق المالية العربية .

٣-خصائص العائد في الأسواق المالية العربية.

٤-مدى التكامل الاقليمي والعالمي للأسواق المالية العربية.

ثالثا:- سبل تعزيز قدرات أسواق المال العربية.

١- الإجراءات على مستوى أسواق المال.

٢-السياسات الاقتصادية للتحوط من الأزمات.

أولاً :- الأزمات المالية و تدفقات رؤوس الأموال:-

أصبحت مشاكل الأزمات، وبصفة خاصة المالية تمثل أهم الصفات الخاصة بعقد التسعينيات وما بعدها. فإذا تم التوصيف المالي التاريخي لهذا العقد ، سوف يوصف بأزمة المكسيك ١٩٩٤-١٩٩٥ - آسيا ١٩٩٧-١٩٩٨ البرازيل ١٩٩٨-١٩٩٩- روسيا ١٩٩٨ الأرجنتين (٢٠٠٠) أزمة ١١ سبتمبر ٢٠٠١ و تقلبات أسواق المال نتيجة لها. الحقيقة الواضحة في ذلك هو أن سلسلة الأزمات أصبحت متلاحقة في اقل من عشر سنوات وهو ما يؤدي إلي إرباك البيئة الاقتصادية والمالية العالمية.

ويتم طرح سؤال أساسي هنا ، هل الاتجاه المشاهد في تكرار، وشدة وطول الأزمات ، قابل للتفسير أكثر في ظل العولمة المالية وسياسات تحرير حساب رأس المال ، أم نتيجة لإدارة النظام المالي المحلي ، أم الاثنين معاً ؟

نحاول في هذا الجزء دراسة الأزمات المالية من وجه نظر تاريخية ، وبصفة خاصة المصاحبة لتدفقات رؤوس المال . كى نستطيع تحديد طبيعة الأزمات الحالية وعلاقتها بعمل أسواق المال ، وعلاقة تكرار حدوثها بالتحرير المالي وهو ما يساعد في رسم السياسات وفقاً لهذه الطبيعة لتحقيق مزيد من الاستقرار.

وبصفة عامة ومن خلال مراجعة تاريخية للأدبيات تم تعريف الأزمة المالية، بسلسلة من التقلبات في أسواق المال تكون مصحوبة بمشاكل واضحة في السيولة والعسر المالي بين المشاركين في سوق المال ينتهي بتدخل حكومي لاحتوائها .

١- نظره تاريخية للزمات المالية :-

شهدت ١٣٠ عام السابقة أربعة موجات رئيسية من التدفقات المالية للأسواق الصاعدة انتهت بأزمات مالية .

الموجة الأولى:- منذ ١٨٧٠ -إلي بداية الحرب العالمية الأولى .

شهدت التدفقات المالية في تلك الفترة قفزه في التمويل بالسندات، وكانت الدول المتلقية، تعتبر اقتصاديات متقدمة نسبياً وتضم استراليا - كندا - نيوزلندا - أمريكا . كانت هذه التدفقات ترتبط بالهجرة السكانية من الدول الدائنة . كانت هذه الموجة من الهجرة مصحوبة بتدفقات رأسمالية للدول المستقبلية للمهاجرين . لم تكن اليابان ترحب بالهجرة وفي المقابل ، لم تكن تحصل علي تدفقات . مولت تدفقات رؤوس الأموال، حوالى ٣/١ الاستثمارات الكلية في كندا ونيوزلندا، وربع الاستثمارات في استراليا . لعبت الاستثمارات الأجنبية دور صغير، في فترة ما قبل ١٩١٤، وذلك نظراً لضعف الاتصال وعدم القدرة علي تقييم الشركات، ولذلك كانوا يفضلوا أدوات الدين وتمويل السندات الحكومية. لم تكن تلك الفترة مصحوبة بأزمات اقتصادية أو أعباء ثقيلة للدين، إلا أن الانهيار في النظام السياسي الأوروبي والشروع في قيام الحرب العالمية الأولى هو الذي أدى إلي تباطئ حركة التدفقات (IMF,1998).

الموجة الثانية :- فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى :

زادت التدفقات مرة أخرى ، بعد الحرب العالمية الأولى، وفي العشرينات من القرن الماضي، . مثلت فنزويلا - الصين أكثر الدول المتلقية - وكانت معظم هذه التدفقات ، تأخذ شكل استثمار أجنبي مباشر . عانت العديد من الحكومات في ذلك الوقت، من عجز في ميزانياتها واقتضت لسد هذا العجز، وتمويل الاستثمار والاستهلاك. لم تولد هذه الاستثمارات عملة أجنبية لخدمة الدين وسدادة . أدت هذه الاستخدامات، غير الجيدة للديون، إلى أزمة في الدول المتلقية . وانتهت الفترة بكساد عالمي كبير (Michale, B.et al 2000)

الموجة الثالثة : فترة السبعينات ومنتصف الثمانينات :-

شهدت فترة السبعينات والثمانينات، طفرة في تدفقات رؤوس الأموال أيضا، لكن كان الغرض منها مختلف عما سبقها ، حيث تمثل غرض التمويل في إصلاح ميزان المدفوعات في الدول النامية. كان عجز الميزان الجاري لمعظم الدول التي تلقت تدفقات رؤوس أموال خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٨١ حوالي ٣,٥% من GDP ارتفع ليصل إلى ٧% عام ١٩٨١ . مثلت القروض البنكية في ذلك الوقت أكثر من ٥٠% من إجمالي التدفقات إلى الأسواق الصاعدة. انتهت أيضا هذه الحقبة بأزمة الديون التي سادت معظم الدول المتلقية وبصفة خاصة دول أمريكا اللاتينية نتيجة لسوء إدارة واستخدام هذه الديون (IMF,1998).

الموجة الرابعة: طفرة تدفق رؤوس الأموال في التسعينيات

شهدت فترة التسعينيات أيضا موجة من تدفقات رؤوس الأموال . وكان ذلك نتيجة لمجموعة من عوامل الدفع، التي أدت إلى هجرة رؤوس الأموال، من الدول المتقدمة مثل؛ انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المتقدمة، وجود فوائض مالية كثيرة في هذه الدول، الكساد في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية، أو ما يسمى بالدورة الاقتصادية للسوق العالمي ، وسياسات التحرير المالي وإزالة القيود المفروضة على تحركات رؤوس الأموال في الدول المتقدمة.

(Calvo,G. ,Reinhart,1993). وأيضا عوامل الجذب في الأسواق الناشئة مثل؛ تحسن الجدارة الائتمانية والبيئة الاقتصادية المحلية لتلك الأسواق، وارتفاع معدلات العائد، وسياسات التحرير المالي التي اتبعتها معظم الأسواق الناشئة (Chuhan,P.Classens, Maming,1993) ساعد أيضا التطور التكنولوجي، وثورة الاتصالات، ونمو حجم التجارة العالمي، والابتكارات المالية مثل المشتقات والتوريق، بالإضافة إلى الاستقرار السياسي، إلى المزيد من التدفقات. (Frankeland, Rose,1996)

شهدت فترة التسعينيات اختلافات كثيرة عما سبقها من طفرات في الفترات السابقة، وتمثلت أهم هذه الاختلافات في :-

مكونات تلك التدفقات.

مثلت السندات الشكل الغالب على التدفقات في عهد قاعدة الذهب ، بينما مثلت القروض المصرفية من البنوك المشتركة، الشكل المسيطر على التدفقات في السبعينيات والثمانينيات. أما في فترة التسعينيات فقد اختلفت مكونات تلك التدفقات . انخفضت الأهمية النسبية للقروض من البنوك التجارية من حوالى ٦٥% فى حقبة الثمانينيات إلى حوالى ١٢%. وارتفعت الأهمية النسبية للاستثمار الاجنبى المباشر من حوالى ١٦% من اجمالى التدفقات إلى حوالى ٥٠% خلال التسعينيات. زاد النصيب النسبى لتدفقات المحفظة زيادة ملحوظة حيث ارتفع، من نسبة ضئيلة للغاية، إلى حوالى ٣٨% خلال منتصف التسعينيات، وذلك بالنسبة لكافة مكونات المحفظة، سواء كانت أسهم أم سندات ، حيث ارتفعت التدفقات من الأسهم من ٢,٨ بليون دولار فى ١٩٩٠ إلى ٤٩,٢ بليون فى منتصف التسعينيات، والتمويل عن طريق السندات من ١,٢ مليون دولار إلى حوالى ٦٣مليار (IMF,1999, 2000)

ادخل الشكل رقم (١)

يوضح اختلاف مكونات هذه التدفقات عبر الفترات الزمنية المختلفة.

التباين فى مستويات الدخل بين المقرضين و المقترضين.

كان المقترضون الأساسيين، خلال عهد قاعدة الذهب هم الدول المتقدمة نسبياً، مع وجود روابط قويه فى المستوى الثقافى والمؤسسى، وفى السبعينيات كانت التدفقات موجهة إلى الدول متوسطة الدخل . أما فى التسعينيات، فان الدول ذات الدخل المنخفض، هى التى حصلت على النصيب الأكبر من التدفقات، فحصلت على حوالى ٢٩% من اجمالى التدفقات فى التسعينيات مقارنة بحوالى ١٤% فى الثمانينيات.

طبيعة المتلقى والمانح.

أصبح التدفق من القطاع الخاص إلى القطاع الخاص، هو الشكل الاساسى للتعامل فى هذه الحقبة. فقد حصل القطاع الخاص على حوالى ٩٠% من اجمالى التدفقات. وهذا يختلف بالطبع عن الفترتين السابقتين فنصيب الحكومات من اجمالى التدفقات مثل حوالى ٨٠%.

هذه الاختلافات فى مكونات وطبيعة التدفقات فى حقبة التسعينيات خصها ببعض الجوانب الايجابية والمزيد من الجوانب السلبية عن الفترات السابقة وهوما نوضحه فيما يلى

٢- الجوانب الايجابية والسلبية لتدفقات حقبة التسعينيات:-

الجوانب الايجابية:-

- الاندماج المالى مع الأسواق العالمية يودى إلى دفع عملية النمو من خلال ارتفاع مستوى الاستثمار، وتوفير مصادر تمويل متنوعة وتحسين معدل العائد على الاستثمار . ورفع درجة كفاءة السوق نتيجة دخول التكنولوجيا المتقدمة والخبرات الأجنبية بالإضافة إلى زيادة القدرة على التأمين ضد المخاطر عن طريق تنويع أصولهم عن طريق السوق العالمى.(UN,1997) (Ostfeld,P.1992)

- الاستثمار الاجنبي المباشر مثل نسبة كبرى من التدفقات وهو يأخذ اجل أطول من الأشكال الأخرى، ولا يمكن خروجه بسرعة وهو ما يساهم بالفعل فى عملية التنمية. (World Bank,1999)
الجوانب السلبية:-

أسفرت الاختلافات الكبيرة فى المستوى الثقافى والمؤسسى، والأطر التنظيمية والقانونية، بين الدول المتلقية والمقرضة، عن تقلبات كبيرة فى التدفقات لمجرد حدوث اى تغيرات فى السياسات ونتج عن ذلك المظاهر السلبية التالية:

تدفقات رؤوس الأموال الخارجة.

إن صافى تدفقات راس المال، من غير المقيمين إلى الدول النامية، لا يعكس بالضرورة راس المال اللازم لتمويل عجز الحساب الجارى، وسد فجوة الموارد، فيجب الأخذ فى الاعتبار التدفق الخارج من قبل المقيمين. فنتيجة لتحرير حسابات راس المال، فى معظم الدول النامية، زادت نسبة التدفقات الخارجة، من خلال حيازة وامتلاك أصول أجنبية. يؤدي ذلك إلى الحد من فاعلية التدفقات الداخلة فى سد فجوة الموارد ، وهو من أهم الأسباب التى كان ينادى بها لتشجيع الدول النامية لفتح حسابات راس المال . فهناك الكثير من الإحصائيات أوضحت أن كل دولار تدفق داخل إلى الأسواق الصاعدة يقابله خروج صافى بحوالى ١٤ سنت، وذلك خلال فترة الثمانينيات، وارتفعت إلى ٢٤ سنت فى التسعينيات. وإذا تم إضافة بند الخطاء والسهو فى ميزان المدفوعات،،حيث تمثل النسبة الكبرى منه شراء المقيمين لأصول أجنبية فى الخارج، وخروج رؤوس أموال محلية سوف يزداد هذا الرقم. علاوة على ذلك بعض الدول الصاعدة أصبحت فى السنوات القليلة الماضية من أهم مقدمى الاستثمار الاجنبي المباشر، وهو ما عرف باسم استثمارات الجنوب للجنوب . كما أن هناك عامل آخر خفض من فاعلية هذه التدفقات فى تمويل التنمية، هو أن حوالى أكثر من ٢٠% من هذه التدفقات تم امتصاصها فى شكل إضافة الى الاحتياطيات.(Yilmz A. et al 1999)

التقلبات الشديدة فى التدفقات

شهدت فترة التسعينيات تدفقات فى الفترة من ١٩٩٠-١٩٩٦ بلغت حوالى ٢٦٥ بليون دولار اى حوالى ستة أضعاف ما كانت عليه فى بداية عقد التسعينيات، وحوالى أربعة أضعاف طفرة القروض البنكية. سجلت تلك التدفقات تغيرات حادة خلال النصف الثانى من التسعينيات، وذلك عقب أزمة أسيا وما تلتها من أزمات فى روسيا، الأرجنتين، البرازيل. (IMF, 1998,1999,2000) سجلت التدفقات انخفاض فى عام ١٩٩٧ قدر بحوالى ٦٨,٣ بليون دولار عن عام ١٩٩٦ . شهد عام ١٩٩٨ انخفاض شديد فى كافة الأنواع ومثلت اقل معدل لها ٧٥ بليون دولار، مثل الانخفاض الحاد فى القروض البنكية وتدفقات الحافطة النسبة الكبرى ، حيث بلغت صافى القروض الخاصة قيمة سالبة اى حدث خروج لرأس المال قدر بحوالى ٧٠ بليون دولار . أصبحت تدفقات المحفظة حوالى ٨,٥ بليون دولار فى ١٩٩٨ مقابل ٥٢,٥ بليون دولار فى ١٩٩٧. لكن سرعان ما استعادت توازنها ، وارتفعت فى عام

١٩٩٩ إلى ٢٣ بليون دولار ، واستمر تحسنها في عام ٢٠٠٠. إلا إنها مازالت أقل من المستوى الذي كانت عليه في عام ١٩٩٧ بحوالي ٤٠%. (IMF, 1998,1999,20001)

مقابل تلك التقلبات الشديدة عكس الاستثمار الاجنبي المباشر استقرار نسبي، بالرغم من انه كان أقل من معدلاته في فترة الطفرة في بداية التسعينيات .

بالرغم من أن التوقعات تشير إلى استمرارية التدفقات من الاستثمار الاجنبي المباشر إلا أن هناك اعتبارين يمثلان تخوفا من استمرارية بنفس القوة وهما

تزايد الإحساس بالخطر: إن الثقة في النظم السياسية والتنظيمية، في البلدان النامية مثلان العاملين الأساسيان في طفرة التدفقات ، لكن في ظل المخاطر الحالية، تنخفض القدرة على تغطية المخاطر السياسية، وهو ما يؤدي الى انخفاض حجم هذه التدفقات، ولذلك يجب على راسمي السياسة الاقتصادية محاولة استعادة هذه الثقة.

العوائد المنخفضة: إن انخفاض العوائد على الاستثمار، يمثل تخوف آخر يهدد استمرارية هذا النوع من التدفقات. فقد كان معدل العائد على الاستثمار الاجنبي ٧,١% في المتوسط خلال الفترة من ١٩٩٣-

٢٠٠٠ ويوجد بالطبع اختلافات على مستوى الدول ، فمعدل العائد على الاستثمار الاجنبي في مصر يمثل حوالي ١,٣% وفي المقابل في جمهورية الدومينيكا حوالي ٣٥% وهو معدل مرتفع، وكانت أقل

العوائد متمثلة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا حوالي ٣% . هذه المخاوف سوف تؤثر على استمرارية هذه التدفقات ، وهو ما يؤثر أيضا على تدفقات الحافظة وهي بالطبع أكثر تقلبا من الاستثمار

المباشر. (Dilek, A. Himmat & Ratha 2003)

انعكست مثل هذه التقلبات، فيما سمي- بدورة (الذروة - الأزمة) في التمويل الخارجي في الأدبيات المختلفة في التسعينيات، وما صاحبها من أزمات مالية متتالية.

٣- الأزمات المالية المتكررة في فترة التسعينيات وما بعدها.

هناك العديد من الدراسات التي اهتمت بدراسة طبيعة الأزمات المتكررة في التسعينيات. فالأزمات المالية ليست شيء حديثا، فهي موجودة كما سبق أن رأينا في ظل الأنظمة النقدية المختلفة، خلال

القرن الماضي. فمن حيث طول فترة الأزمة تراوح ما بين ٢ إلى ٣ سنوات، وكلفت حوالي من ٥ الى ١٠% من الناتج المحلي الاجمالي .

لكن الاختلاف الخاص بفترة التسعينيات هو زيادة تكرار حدوث الأزمات المالية، سواء الأزمات المصرفية أو أزمات العملة أو الأزمات المزدوجة، مقارنة بفترة بريتن وودز وما بعدها ، فعلى سبيل

المثال كان عدد الأزمات المصرفية والمالية في الفترة من (١٨٨٠ - ١٩١٣) ٢٢ أزمة والفترة من (١٩٩٢-١٩٣٦) ٣٦ أزمة، أما الفترة من أواخر الثمانينات والتسعينيات شهدت حوالي ١٠٣ أزمة

مصرفيه، وعمله، وأزمات مزدوجة (Michale, B.et al , 2000) (IMF,1998)

انتهى عقد التسعينيات بأزماته المالية ، إلى أن أتى القرن الواحد والعشرين، بنوع آخر من الأزمات يؤثر بالسلب على هذه التدفقات، وبالتالي على الأسواق الصاعدة، وهي الأزمات السياسية، وزيادة احتمالات حدوث الحروب . بدأت هذه الأزمات مع أحداث ١١ سبتمبر، حيث كان الاقتصاد العالمي يعاني من حالة كساد نتيجة الأزمات المتكررة في التسعينيات، ووقوع الحدث الذي أدى إلى ضعف الثقة لدى المستثمرين ، وحدث تحول من الأصول التي على درجة من المخاطر في كل من الدول المتقدمة والناشئة . حدث أيضا تدهور شديد في شروط التمويل الخاصة بالأسواق الناشئة، مما يؤثر عكسيا على هذه الدول وبصفة خاصة الدول التي تعتمد على التمويل الخارجي ، تكون أكثر عرضه للتقلبات . ومما يزيد من صعوبة هذا النوع من الأزمات، وعمق أثاره هو ما يسمى بالتزامن في انخفاض الأداء في كل من الدول الصناعية والنامية، اى وجود اتجاه هبوطي للطلب العالمي ، وهو ما يرفع من التكلفة المصاحبة لهذه الأزمات، يظل هناك عدم تأكد من مدى السرعة في استعادة الثقة وكيف سوف تنمو ظروف الأسواق المالية.

اثر هذا النوع من الأزمات على التدفقات

انخفض الاستثمار الاجنبي المباشر، الذي يعتبر أكثر الأنواع استقرارا بشده في عام ٢٠٠٢ الى حوالي ١٤٣ بليون دولار مقارنة بحوالى ١٧٢ في ٢٠٠١، وهذا الانخفاض كان مصاحب لبطء برامج الخصخصة والدمج والاستحواذ، حيث انخفضت بنسبة ٤٩% في ٢٠٠٢ لفقدان الثقة ونتيجة لتباطؤ الاقتصاد العالمي بصفة عامة.

انخفضت أيضا تدفقات المحفظة وحدث خروج لرؤوس الأموال قدر بحوالى ١٣ بليون دولار وكان متوسط العائد على الاستثمار بالسالب حوالى -٤,٤% وبذلك اختلفت وجهة نظر المستثمر الاجنبي في أسهم الأسواق الصاعدة عن بداية التسعينيات وجعل الاستثمار فيها غير مجدى ومرتفع المخاطر. (Dilek, A. Himmat& Ratha, 2003)

تمثل هذه الأزمات المتكررة تحدى أمام الدول النامية لابد من مواجهة لتخفيض تكرار حدوث الأزمات والتعامل معها في حال حدوثها لتخفيض الآثار السلبية لها .

تقودونا هذه الظاهرة للازمات المتكررة لطرح سؤال هام، وهو هل الأزمات المالية تكون أكثر شدة في الفترات التي يكون فيها سوق المال وحساب راس المال محررا ؟ أم إنها تنمو مع درجة كثافة تقديم الحكومات للدعم المالى للمؤسسات المالية المحلية وسياسات الاقتصاد الكلى المتبعة؟

أسباب الأزمات المالية المتكررة في التسعينيات :-

تمثلت أهم الأسباب الكامنة وراء هذه الأزمات فى:

تحرير القطاع المالى وحساب راس المال:

إن عملية تحرير القطاع المالى كانت مصاحبة لتحرير حساب راس المال ، مما أدى إلى زيادة التدفقات والاقتراض من الخارج . أوضحت العديد من الدراسات أن حوالى ٢٣ أزمة مصرفية خلال

الفترة من ١٩٩٨-١٩٩٥ وحوالي ١٨ أزمة منها كانت مصحوبة بأزمات في ميزان المدفوعات، وتفسير العلاقة السببية بين هاتين الأزميتين في اتجاهين، وتعد أزمة تايلاند خير دليل على ذلك (Kamisky and Reinhart, 2000). أثبتت أزمات المتتالية إن هشاشة النظم المصرفية، وعدم عمق وسيولة وكفاءة أسواق راس المال، وعدم توافر بنية أساسية قوية في هذه الأسواق، تتفاعل بقوة مع التدفقات المالية الشديدة المتقلبة نتيجة فتح حساب راس المال. يعكس ذلك ضرورة الإصلاح ثم التحرير حتى يتوافر هيكل مؤسسي قادر على مواجهة الأزمات وتحرير حساب راس المال. (ISCO, 1998, 1999)

عجز الميزان الجارى

أوضحت العديد من الدراسات باستخدام نماذج كمية في التحليل عن العلاقة المعنوية القوية لوجود عجز كبير في الميزان الجارى، وبصفة خاصة لدول الأزمة الآسيوية، بالأزمات الماكرو اقتصادية (Cesarca D. et, al. 2000) (Krugmam, Pal, 1998) حاولت هذه الدراسات معرفة الحدود التي يمكن أن تعتبر أمنة، للعجز في الميزان الجارى، ولا تؤدي إلي وجود أزمات وقدرة بحوالي ٣% من GDP. مع الأخذ في الاعتبار خصائص كل دولة. السياسات النقدية المطبقة في الأسواق الصاعدة.

لم تكن سياسة التعقيم التي اتبعتها تلك الدول، كافية لإدارة هذا التدفق الشديد لرؤوس الأموال، أدت هذه السياسة في حد ذاتها إلي رفع سعر الفائدة. مما أوجد حوافز إضافية للمؤسسات البنكية لزيادة الإقراض والاقتراض وتشجيع المزيد من التدفقات، ومع عدم كفاءة عمليات الإقراض في السوق المحلي أدى إلي تدهور الاستثمارات وعدم كفاءتها. (Furman, M. and Stiyultz, 1998) استمرار طفرة التدفقات في ظل نظم لسعر الصرف غير مرنة ومقومة بأكثر من قيمتها الحقيقية ومداره من قبل الحكومات، أدى إلي تراكم سريع من الاحتياطي الدولية، وإن كانت هذه الزيادة تمثل عامل إيجابي في ضمان حماية الاقتصاد، إلا أن مع استمرار التدفقات والطفرة في الإقراض، أدى ذلك إلي توسع في عرض النقود، في كافة الدول التي مرت بأزمة، وحدثت آثار تضخمية وزيادة في قيمة سعر الصرف، مما أدى إلي قفزات غير مبررة في أسعار الأصول، وزيادة المضاربات في سوق العملة، في ظل نظم غير مرنة لإدارة سعر الصرف (Mussa, M. & Richard A. 1999) وكان ذلك من الاسباب الرئيسية في حالة البرازيل- آسيا- روسيا- المكسيك.

السياسات المالية الحكومية.

اعتماد الحكومات، وبصفة خاصة في حالة أزمة روسيا والبرازيل والمكسيك، علي تمويل الدين من خلال إصدار سندات، وأوراق مالية حكومية بالعملة الأجنبية، في ظل نظم صرف غير مرنة وتدفقات رأسمالية كبيرة، بالإضافة علي وجود اختلالات، علي المستوى الماكرو اقتصادي، كان سبب رئيسي في اندلاع الأزمات في تلك الدول (IMF. 2000) (Max, F. 1998).

سلوك المستثمر الاجنبي داخل الأسواق الناشئة:

المساهمات الخاطئة من جانب المستثمرين الأجانب، وحرية دخولهم وخروجهم، أدت إلى زيادة سلوكهم المضاربي، للاستفادة من تغيرات الأسعار السريعة. ان سلوك المستثمرين الجماعي (سلوك القطيع) هو سلوكا غير رشيداً ، ونتيجة لعدد من السلبيات في الأسواق الناشئة، تجعله سلوك رشيد من وجهة نظر المستثمر الاجنبي(Devenow, A. & Ivowelch, 1996) وتمثل في :

عدم وجود نظم للمعلومات واسعة الانتشار وكفاء، فإن مديري الاستثمار سوف يتجهون إلى محاكاة سلوك الآخرين، لتخفيف تكاليف التقييم ، وذلك حتى لا يكونوا متخلفين عن الآخرين والاستفادة من تحركات الأسعار، ففي حالة حدوث روح من التشاؤم، وخروج أحد المستثمرين الكبار فمن الرشاد أن يتبعه الآخرين. لذلك نجد أن وصف سلوك المستثمر واتجاهاته الاستثمارية في الأسواق الصاعدة أمر ضروري لتنمية السياسات المناسبة تجاه هذه السلوكيات في الأسواق الناشئة.(Calvo, G. 1997)

عدم القدرة على إدارة المخاطر.

تعاني معظم الأسواق الناشئة، من عدم القدرة على إدارة المخاطر، للشركات وللوسطاء الماليين، وأيضاً المشاركين في السوق. ازداد الأمر صعوبة مع نمو سوق المشتقات، وزيادة درجة تعقد الأدوات المالية وتكرار الأزمات. أدى ذلك الضعف إلى تعرض الشركات، والبنوك لأثار غير مواتية، في شكل زيادة في قيمة الديون بدون وجود تغطية مناسبة لها. وبالتالي فإن أي تغير في قيمة الأصول نتيجة تغيرات سعر الفائدة أو الصرف، تؤدي إلى اندلاع مشكلة سيولة واسعة ، وهذه المشكلة تعد مشكلة واحدة في كافة الأسواق المالية الناشئة وهي ثقافة غائبة حتى بين المتخصصين في البنوك ومجال الأوراق المالية وهو ما كان يجب التهيئة له قبل عمليات التحرير.(ISCO,1998,1999)

اثر العدوى.

انتشرت عقب أزمة المكسيك الكتابات عن أثر العدوي وخروج الأزمة من حيز الدولة، إلى دول أخرى وأن هناك ٩ دول من أمريكا اللاتينية عانت من ضغوط مشابهة أثناء الأزمة. أما بعد أزمة شرق آسيا بدأت الكتابات تنظر إلى العدوي بمفهوم أكثر عمقاً و كلياً، فأوضحت دراسة.

(Kristin, F. and Robert R. 1999) لاختبار أثر العدوي وباستخدام معامل الارتباط ومعامل الارتباط المعدل . إنها ليست عدوي ولكنها ترابطا قوي بين الأسواق أثناء هذه الازمات.

كما يجب ضرورة التفرقة بين مفاهيم أساسية حتى يمكن تحديد السياسات المناسبة وهما Monsoonal effect ويعني به زيادة تكلفة الفرصة البديلة للأموال الأجنبية فعند معاناة دولة ما من أزمة نجد المستثمرين الأجانب يطلبوا معدل عائد متوقع أعلى لتواجده في الدولة أخرى وهذا يتفق أيضاً مع ما يسمى أثر الانتشار Spillover effects والعدوي التامة Pure contagion ويقصد به انه في حالة تشائم المستثمر من الاستثمار في الدولة A عند حدوث أزمة في الدولة B حتى في حالة عدم وجود أسس صحيحة لهذا الانتقال. التفرقة بين هذين المفهومين يعد أمر ضروري لتحديد السياسات

المطلوب تطبيقها في الحالة الأولى فإن سياسات التقييم تصبح أكثر فاعلية. أما في الحالة الثانية فيجب أن تؤخذ سياسات تساعد علي تحقيق تنبؤات حسنة بالاقتصاد (Mosson, P. 1998) **عدم نمو سوق الأوراق المالية.**

يؤدي عدم وجود أسواق مالية نامية، في الأسواق الناشئة، إلي الاعتماد علي القطاع المصرفي، في التمويل، وهو ما يؤدي إلي مزيد من المخاطر، ففي حالة حدوث الأزمات، وفي ظل ضعف سوق السندات الحكومية العميقة، تمثل عائق أمام البنوك، لتحقيق السيولة اللازمة. ينعكس عدم نمو سوق الأوراق المالية إلي وجود هيكل غير متوازن للتمويل بالنسبة للشركات . نخلص من الأسباب السابقة أن مشاكل أزمات تعكس مخاطر التحرير المالي، في ظل عدم كفاءة ونمو الأسواق المالية المحررة، وأيضا نتيجة اتجاه الحكومات الخاطيء في إدارة السياسات النقدية والمالية، بالتوافق مع نظام سعر الصرف، والاستقرار المالي. لذلك سوف ننتقل في الجزء الثاني لدراسة طبيعة وخصائص أسواق المال العربية، لتحديد ما إذا كانت تلك الخصائص تمكنها من الاندماج المالي مع العالم الخارجى بكفاءة وتجنب حدوث الأزمات، وفي حال حدوثها التعامل معها بمرونة والحد من أثارها السلبية.

ثانيا: خصائص أسواق المال العربية.

بدأت معظم الدول العربية منذ مطلع العقد الماضى، في تطبيق سياسات وبرامج للإصلاح الاقتصادي، وإعادة الهيكلة. هدفت هذه السياسات الاقتصادية، والمالية، الى الحفاظ على التوازنات الاقتصادية الداخلية والخارجية، لرفع كفاءة تعبئة الموارد وتوظيفها، وتعزيز القدرة التنافسية للاقتصادات العربية. كان القطاع المالي، في مقدمة القطاعات، التي حظيت باهتمام كبير، انطلاقا من الدور الكبير لهذا القطاع، في تحقيق النمو الاقتصادي، كما انه يعتبر في بعض الأحيان شرط لازم لتنفيذ بعض السياسات الهيكلية، كتحسين المنشآت العامة. كما أثبتت تجارب الدول أن نجاح الإصلاحات الهيكلية وقدرة الاقتصاد، على التصدي للصدمات الخارجية غير المتوقعة، مرتبطة الى درجة كبيرة بإصلاح القطاع المالي ، والمصرفي. بمكوناته المختلفة من أسواق ومؤسسات . شهد هذا القطاع العديد من التطورات سواء على مستوى السياسات الكلية التي تخدم عمله، مثل السياسات النقدية، او على مستوى القطاع بكافة جوانبه المصرفي وأسواق المال .

وفي إطار تعزيز كفاءة وفاعلية السياسة النقدية ، اتبعت سياسات تهدف إلى استقرار الأسعار، والحد من معدلات التضخم ، واستخدام الأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية . وبدأت بعض الدول في تطبيق سياسات سعر صرف أكثر مرونة، إلا أن مازال العديد من الدول تطبق نظم سعر الصرف الثابتة مقابل الدولار الامريكى. وعلى مستوى أسواق المال، فقد شهدت العديد من الإصلاحات، سواء على المستوى التشريعي او التنظيمي لتنشيط هذه الأسواق، وجعلها أكثر كفاءة، حتى تتمكن من القيام

بدورها، في تعبئة الموارد، وتمويل الاستثمارات، وجذب الاستثمارات الأجنبية بكفاءة . نعرض من خلال هذا الجزء لأهم هذه التطورات وأثرها على أداء هذه الأسواق وكفاءتها.

١- تطور أسواق الأوراق المالية العربية من حيث الحجم والسيولة:-

شهد عقد التسعينيات، اهتمام كبير من قبل الدول العربية، بأسواق الأوراق المالية، وتطويرها باعتبارها إحدى المقومات الأساسية لقطاع مالي كفو، يوفر التمويل بالصور والآجال المختلفة، للقطاع الخاص، للقيام بدوره في عملية التنمية. هذا بالإضافة لتعزيز قدرتها التنافسية في اجتذاب الاستثمار الاجنبي وسد فجوة الموارد المحلية.

وتجدر الإشارة أن عدد أسواق الأوراق المالية في الدول العربية ، بلغ خمسة عشر سوقا، وهم الأردن - البحرين - تونس - السعودية-عُمان - الكويت - لبنان - مصر - المغرب - الجزائر - العراق - قطر - السودان - الإمارات - فلسطين*

انعكس هذا الاهتمام بالأسواق المالية، على أدائها من حيث؛ حجم هذه الأسواق مقاساً باجمالى القيمة السوقية للأسهم المسجلة للنتائج المحلى الاجمالي، وعدد الشركات المسجلة. ودرجة سيولتها مقاسه باجمالى قيمة التداول منسوبة للنتائج المحلى الاجمالي ومعدل الدوران**

فقد ارتفعت القيمة السوقية خلال الفترة من ١٩٩٤-٢٠٠٢ بحوالى ١٨٩%وارتفع نصيب رسملة السوق من الناتج المحلى الاجمالي للأسواق العربية من ٢٨% فى ١٩٩٥ الى ٤٩% فى ٢٠٠٢ وهو ما يشير الى زيادة مساهمة هذه الأسواق فى الاقتصاد . كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من ١٠٨٩ فى ١٩٩٥ الى ١٦٨٧ وهو ما يعكس لجوء الشركات الى أسواق الأوراق المالية للحصول على التمويل اللازم، والمساهمة بفاعلية فى تمويل عملية التنمية.أما بالنسبة لمدى سيولة هذه الأسواق فقد عكست المؤشرات الخاصة بها تطور ملحوظ فقد ارتفعت قيمة التداول بمعدل نمو حوالى ٢٥% وزادت كنسبة من الناتج المحلى الاجمالي من ٥% فى ١٩٩٥ إلى ١٦% فى ٢٠٠٢ ، وارتفع معدل الدوران من ١٧% فى ١٩٩٥ إلى ٣١% فى ٢٠٠٢ .

ادخل شكل رقم(٢)

يعكس لنا الشكل السابق مدى التطور الملموس فى الأسواق العربية من حيث الحجم والسيولة ، إلا انه مازال هناك العديد من الظواهر السلبية التى تضعف من قدرة هذه الأسواق من القيام بالدور المنشود

*سوف يقتصر التحليل على الأسواق التى تشملها قاعدة بيانات صندوق النقد العربى وهم ١١ سوق ونستثنى من التحليل سوق فلسطين - العراق - الجزائر - السودان ، نظرا لعدم توافر البيانات والظروف التى تمر بها هذه الدول.

** لمزيد من التفاصيل عن هذه المؤشرات انظر (Samak,nagwa and Helmy Omnia,2000)

منها والصمود في وجه المنافسة العالمية عند مقارنتها بالأسواق الصاعدة.

ادخل شكل رقم (٣) ورقم (٤)

تعكس لنا الأشكال السابقة العديد من الخصائص السلبية للأسواق العربية ومنها:-

صغر حجم الأسواق المالية العربية.

تتصف الأسواق العربية بصفة عامة بصغر حجمها ، فهي جميعا لا تمثل سوى ٦% من اجمالي راس المال السوقي للأسواق الصاعدة، ونسبة ضئيلة للغاية للأسواق المتقدمة، وإذا تم مقارنة هذه النسبة ببعض الدول منفردة ، يتضح لنا مدى صغر حجم هذه الأسواق فجنوب أفريقيا تمثل ٧% من راس مال الأسواق الناشئة، المكسيك ٥% ، الصين ٢١%. ولا يقتصر الأمر على صغر حجم الأسواق، بل صغر حجم الشركات المقيدة أيضا فترتيب معظم الأسواق العربية وفقا لحجم الشركات يعتبر متدني مقارنة بغيرها وذلك وفقا لبيانات (S&P,2001) في حصر ٩٧ سوق نامى ومتقدم فكان ترتيب مصر ٧٧- عُمان ٧٨- الأردن ٧٤ - تونس ٦٤ - المغرب ٣٨ ، باستثناء السعودية والكويت فكانت في درجة متقدمة ١٦ و ٢١ على التوالي .

-يعود صغر حجم هذه الأسواق لأكثر من سبب ، منها:

عدم اكتمال برامج الخصخصة في تلك الأسواق.

الاعتماد على التمويل المصرفي كمصدر اساسى للتمويل، وهو ما يؤدي ضالة حجم الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة و القائمة ، ويتضح ذلك من نسبة الإصدارات الى الناتج المحلى الاجمالي في الأسواق العربية المالية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربى، حيث بلغت هذه النسبة حوالى ٤% فى عام ١٩٩٩. وبلغت نسبة هذه الإصدارات الى القروض والتسهيلات المصرفية الممنوحة للقطاع الخاص اقل من ١٠% (صندوق النقد العربى، ٢٠٠٠)

سيادة نمط الشركات العائلية المغلقة ، رغبة من أصحابها من السيطرة على إدارة الشركة وعدم خضوعها لمراقبة السلطات .

ضعف سيولة الأسواق العربية .

تعكس لنا الأشكال السابقة أيضا ضعف سيولة أسواق المال العربية مقارنة بغيرها من الأسواق الصاعدة، سواء من حيث قيمة التداول ومعدل الدوران . يمكن إن يعزى ذلك إلى مجموعة من العوامل منها

- انخفاض معدل الدخل الفردى وحجم الادخار المحلى فى الدول العربية ، باستثناء دول الخليج

- انخفاض الوعى الاستثماري فى الأوراق المالية فى معظم الدول العربية وتفضيل حيازة الأصول الحقيقية مثل الذهب والعقارات او الاحتفاظ بشكل ودائع فى البنوك.

- منافسة الأوراق المالية الحكومية في الحد من الطلب على الأوراق المالية للشركات ، حيث تلزم العديد من الحكومات البنوك وشركات التأمين من الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية .
- عدم تنوع الأدوات لمتاحة لاستثمار وغياب الأدوات الحديثة، التي تساعد على تغطية المخاطر فيسيطر سوق الأسهم العادية، على معظم هذه الأسواق، وسوق السندات لا يزال في مراحله الأولى .

تباين الأداء بين الأسواق العربية

بالرغم من أن الخصائص السابقة، هي خصائص عامة لتلك الأسواق ، إلا انه يوجد تباين بينها .
والشكل التالي، يوضح ترتيب الأسواق العربية، وفقا لمؤشر مركب، يتكون من؛ ثلاث مؤشرات تعكس الحجم ، وهو حجم رسملة السوق، وقيمة التداول ومعدل الدوران وهي مؤشرات تعكس سيولة السوق *

ادخل شكل رقم (٥)

يعكس لنا الشكل أن السوق السعودي من اكبر الاسواق العربية، وأكثرها سيولة، فهو يمثل حوالى ٣٦% من اجمالي راس المال السوقى العربى وحوالى ٤٨% من قيمة التداول، وثانى دولة من حيث معدل الدوران ٤٢% ، بالرغم من انخفاض عدد الشركات فى السوق السعودى ٦٨ شركة ، مقارنة بالسوق المصرى ١١٥٠ شركة، إلا إن ترتيب السوق السعودى، ١٤ من حيث حجم الشركة على مستوى العالم. يمثل السوق الكويتى ثانى اكبر سوق عربى ، ويمثل حوالى ١٧% من اجمالي راس المال السوقى، وحوالى ٣٤% من اجمالى قيمة التداول فى الأسواق العربية، وأعلى معدل دوران حوالى ٦٣% . السوق المصرى يمثل ثالث الأسواق ويمثل حوالى ١٣% من اجمالى راس المال السوقى العربى و ١٠% من قيمة التداول ومعدل دوران، حوالى ٢٤% . وبذلك نجد إن الثلاث أسواق مجتمعة تمثل حوالى ٧٨% من اجمالى راس مال الأسواق العربية و ٩٢% من قيمة التداول وباقى النسب موزعة على ٩ أسواق .

يعكس لنا ذلك مدى تجزؤ هذه الأسواق وصغر حجمها وانخفاض سيولتها، وحتى الكبرى منها فهى ضئيلة مقارنة بالأسواق الأخرى كما سبق أن رأينا .

٢ - التطور فى مقومات البنية الأساسية فى الأسواق العربية:-

شهدت الأسواق العربية العديد من التطورات الهامة للأطر التشريعية والأنظمة التى تحكم عمل هذه الأسواق ، وبصفة خاصة أنظمة التداول وأنظمة التسوية، والحفظ المركزى، بالإضافة الى أنشطة الوساطة، حتى تتماشى مع المستجدات والمعايير الدولية ، وذلك لتعزيز قدرتها التنافسية لجذب المزيد من الاستثمارات العربية والأجنبية.

$$X = \frac{\sum W_i * X_i}{\sum W_i}$$

حيث W_i هي قيمة المتغير

— صيغة احتساب المؤشر المركب

حيث W_i هي الوزن النسبى للمتغير

يعرض الجدول رقم (١) لأهم الخصائص التنظيمية والتشريعية فى الأسواق العربية ومدى تماشيها مع المعايير الدولية وفقا لتواعد اللجنة الدولية للأوراق المالية (ISCO).
ادخل جدول رقم (١) من ملحق الجداول

تم فصل السعودية عن باقى الأسواق، نظرا لطبيعة السوق السعودى غير المنظم ، وقد أعدت مشروع جديد لسوق المال فى ٢٠٠٢ يعمل على إحداث سوق منظم لإصدار وتداول الأوراق المالية و يقوم هذا المشروع على إنشاء ثلاث مؤسسات ، تتمثل فى هيئة الرقابة والإشراف ، البورصة، ومركز التسوية، كما يتضمن القانون أحكام خاصة بشركات الوساطة نظرا لان التداول من خلال النظام الحالى يتم من خلال فروع المصارف .

يعكس لنا الجدول السابق أن كل من البورصات الحديثة العهد والقديمة، شهدت تطورا كبيرا فى تشريعاتها، تنظم العمل بها من؛ نظم تداول الكترونية، وتسوية ومقاصة وحفظ مركزى ، وهو ما أوصت به مجموعة G30 و اللجنة الدولية للأوراق المالية ISCO بضرورة الإسراع بعملية التسوية والحفظ المركزى، نظرا لان النظم المركزية تحقق مزايا لكافة المتعاملين فى السوق، وترفع من درجة سيولة السوق ، على أن تتم التسوية فى T+3 وان يتسم النظام بالكفاءة، اى انخفاض عدد العمليات المعقدة . من خلال الجدول نجد أن معظم البورصات العربية، تتم فيها التسوية فى T+3 أو اقل ، لكن هناك بعض البورصات تتم التسوية فى مدة أطول من ذلك، ولا يوجد لديها حفظ مركزى وتتم بطريق يدوية. كافة البورصات تلزم الشركات بنشر القوائم المالية لها، ولكن وجدنا غياب تام لفكرة نشر الشركات للتقييم الائتماني لها أو اى بيانات أخرى مفصلة ومكاملة لهذه القوائم بما يزيد من درجة الشفافية فى السوق ، وأيضا بالنسبة للشركات العاملة فى معظم الأسواق العربية هى شركات سمسة ، ويندر وجود شركات التقييم الائتماني، وتحليل الأوراق المالية. أما بالنسبة لتواعد التسجيل فهى مختلفة من دولة لأخرى ، وان كانت حرصت معظم السلطات على تقسيم أسواقها حسب أداء الشركات، لمساعدة المستثمر على اتخاذ القرار السليم وزيادة درجة الشفافية ، وأيضا هناك إزام للشركات بطرح نسبة من أسهمها تختلف من دولة لأخرى للطرح العام للحد من ظاهرة الشركات المغلقة وزيادة سيولة السوق.

٣-خصائص العائد فى الأسواق المالية العربية.

إن قرار الاستثمار فى الأوراق المالية، سواء كان الطلب المحلى او الاجنبى ، يتوقف على العائد المتولد من هذا الاستثمار مقارنة بدرجة المخاطر التى ينطوي عليها ومدى تقلبه، وذلك بالمقارنة بالأوجه الاستثمارية الأخرى المنافسة. تعكس التغيرات فى مؤشر الأسعار العائد على الاستثمار فى الأوراق المالية، ويعد مؤشر الأسعار من أهم العوامل التى يتحدد على أساسها قرار الاستثمار فى الأوراق المالية ، حيث يتم من خلال تحليل المؤشر التعرف على طبيعة السوق وكفائته والعائد المتولد

ودرجة المخاطر المرتبطة به. لذلك سوف نحاول في هذا الجزء تحليل العائد في الأسواق العربية لتحديد أي الأسواق أكثر عائد وكفاءة واقلها مخاطرة . وأيضا مقارنة العائد وخصائصه في الأسواق العربية مع الأسواق الصاعدة الأخرى والأسواق المتقدمة لمعرفة تحديد نقاط الاختلاف فيما بينهم وبالتالي القدرة على جذب الاستثمار والمنافسة . سوف نعتمد في التحليل بالنسبة للأسواق العربية على المؤشر الذي يصدره صندوق النقد العربي لكل سوق على حده والمؤشر المركب لمجموعة الأسواق العربية ، وذلك حتى يكون هناك اتساق في حساب المؤشر، وبناء المقارنة بين النتائج. أما بالنسبة للأسواق الصاعدة والمتقدمة الأخرى، فسوف نعتمد على المؤشرات المركبة، التي تصدرها مؤسسة التمويل الدولية و استندر اند بور، وهي جميعا متسقة في طريقة الحساب ومع مؤشر صندوق النقد العربي ، حيث تعتمد جميعها على طريق التريج براس المال السوقي واختيار الشركات التي تدخل في حساب المؤشر. وسوف يتم استخدام بيانات شهرية خلال فترتين، الفترة الأولى من ١٩٩٩-٢٠٠٣ والثانية من ١٩٩٩-٢٠٠٢ لتحديد تأثير فترة الحرب على الأسواق العربية.

لتحديد خصائص العائد، تم حساب مجموعة من المؤشرات والمعادلات الإحصائية التي تعكس طبيعة هذه الخصائص من حيث معدل العائد - درجة المخاطر المصاحبة لهذا العائد - ومدى كفاءة السوق، وإتباعه للتوزيع الطبيعي المعتاد ، وتتمثل هذه المؤشرات في

تم حساب العائد وفقا لصيغة التالية

$$R = \text{LOG } P_t / P_{T-1}$$

حيث P_t مؤشر الأسعار المستخدم في الزمن t ، P_{t-1} مؤشر الأسعار المستخدم في الزمن $t-1$

الانحراف المعياري لقياس درجة المخاطر فكلما ارتفعت نسبة الانحراف المعياري كلما دل ذلك على زيادة درجة المخاطر الكلية للسوق.

٣- حساب مؤشر skewness(s) - kurtosis (k)

لتحديد مدى درجة اتباع العائد للتوزيع الطبيعي فكلما كان العائد يتبع التوزيع الطبيعي دل ذلك على كفاءة السوق حيث معامل درجة الالتواء لتوزيع الطبيعي skewness يساوي صفر قيمة التفرطح kurtosis (k) لتوزيع المعتاد تساوي ٣

$$K = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^4}{N\sigma^4} \quad S = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^3}{N\sigma^3}$$

اختبار مدى إتباع العائد للحركة العشوائية ، وذلك باستخدام اختبار الجذور الأحادية (Unit root test) (Augmented Dickey- Fuller)

من خلال تطبيق المعادلة التالية وهي انحدار العائد على القيمة المبطة له

$$R_t = \beta_0 + \beta_t + \alpha R_{t-1}$$

حيث R هي قيم العائد محسوب وفقا للمعادلة في (١) β_0 ثابت β_t اتجاه الزمن.

الفرض العدمى لهذا الاختبار أن السلسلة تتبع الحركة العشوائية وبالتالي رفض الفرض العدمى يعنى عدم أتباع الأسعار فى السوق للحركة العشوائية وبالتالي عدم كفاءة السوق. لمزيد من التفاصيل عن هذه الاختبارات انظر (Enders,1995)

ادخل الجدول رقم(٢) من ملحق الجداول

يعكس لنا الجدول رقم (٢) خصائص العائد فى الأسواق العربية، وحققت سوق تونس ولبنان، أعلى عائد كمتوسط شهري ، وحققت كل من الأردن والبحرين والمغرب عوائد سالبة . أما من حيث درجة المخاطر، فمثلت أسواق تونس ولبنان ومصر أعلى درجات المخاطر والأردن والبحرين اقل الأسواق مخاطرة. عكست مؤشرات الكفاءة عدم معنويتها فى كافة الأسواق العربية وبالتالي عدم الكفاءة باستثناء الأردن. اختلفت نتائج التحليل اختلاف واضح فى الفترة الثانية التى تم فصل فترة الحرب فيها ، فكانت درجة المخاطر منخفضة عن الفترة الأولى ، وان كنت مؤشرات الكفاءة فيها جميعها غير معنوية باستثناء الأردن . يعكس ذلك مدى تأثر هذه الأسواق بالاضطرابات فى المنطقة. وبمقارنة خصائص العائد فى الأسواق العربية مع غيرها من الأسواق، فيوضح الجدول أن العائد فى الأسواق العربية أكثر تقلبا نظرا لارتفاع قيمة الانحراف المعياري عن باقى الأسواق وبالتالي أكثرها مخاطره . كما عكست مؤشرات الكفاءة أيضا عدم كفاءة هذه الأسواق مقارنة بالأسواق الأخرى ، وكانت الأسواق الآسيوية أكثر الأسواق كفاءة ، حتى بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة .

٤-مدى التكامل الاقليمي والعالمي للأسواق العربية.

تواجه الأسواق العربية تكتلات اقتصادية ، يزداد عددها وقوتها ، كما تواجه التطبيق الكامل والتطوير للاتفاقيات التجارية متعددة الأطراف ، هذا فضلا عن الاندماجات بين الشركات كل ذلك لرفع القدرة التنافسية أمام هذه الطفرة من الانفتاح على الخارج. يمثل القطاع المالى العمود الفقرى لاي نشاط اقتصادى . فان تعزيز وزيادة درجة الترابط بين الأسواق المالية العربية بهدف تمكين هذه الأسواق من القيام بدورها بكفاءة يعد أمرا ضرورياً .

التكامل على المستوى الاقليمي

تمكنت البورصات العربية من تحقيق خطوات ايجابية في هذا المجال من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية بين الأسواق. ومنها:

الاتفاقية الموقعة بين أسواق الكويت والبحرين وعمان .

الاتفاقية الموقعة بين البحرين والأردن.

الاتفاقية الموقعة بين الكويت ولبنان ومصر .

مذكرة التفاهم بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية.

اتفاقية الإدراج المشترك بين الأردن والهيئة العامة لسوق المال المصري

كافة هذه الاتفاقيات تهدف إلى زيادة التعاون العربي بين البورصات فيما يتعلق بإصدار وتداول

الأوراق وتنظيم وتسهيل عمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات

بدأت الأسواق المالية في كل من سلطنة عمان والكويت والبحرين في عام ٢٠٠١ المرحلة الأولى

لربط الالكترونى فيما بينها. وتم اختبار اثر هذه الإجراءات والاتفاقيات على مدى الترابط والاندماج

في هذه الأسواق من خلال حساب معامل الارتباط بين مؤشرات الأسعار في البورصات العربية.

ادخل الجدول رقم (٣) من ملحق الجداول

يعكس لنا الجدول أن هناك بعض الاتفاقيات لم تحقق الهدف المنشود منها في زيادة الترابط ، مثل

حالة البحرين والأردن ولبنان ، وبعضها اظهر معامل ارتباط سالب بالرغم من اتفاقيات الإدراج

المشترك فيما بينهم ، مثل حالة الكويت ولبنان ومصر والأردن ، وبالرغم من أن دول الخليج العربى

بينهم اتفاقيات متعددة إلا أن الترابط بينهم ليس قوى ، وحتى في حالات البورصات الداخلية المنفصلة

مثل بورصة دبي وابو ظبى درجة الارتباط ضعيفة جدا ٠,٢٤ نجد أيضا إن هناك حالات ارتباط قوية

مثل مصر ولبنان وعمان .

يعكس لنا ذلك انه وان كان هناك نوايا حسنة في عقد هذه الاتفاقيات، فيجب إزالة العقبات أمامها ،

حتى تحقق الأمل المنشود منها، فقد سبق أن رأينا ان هناك تباين في النظم بين الأسواق العربية بالرغم

من ان معظمها مطبق حديثا، وهو ما يجب أخذه في الاعتبار عند إجراء أى تغييرات بما يفعل من

اتفاقيات الإدراج المشترك .

التكامل على المستوى الدولى:-

منذ مطلع التسعينيات حرصت الدول العربية كغيرها من الأسواق الصاعدة ، ودخولها فى اتفاقية

تحرير التجارة وبصفة خاصة الخدمات المالية ، على إجراء العديد من التعديلات على تشريعاتها وفتح

حسابات راس المال بها ، لجذب الاستثمار الاجنبى ، وتغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ، ونقل

الخبرات المتطورة إلى الأسواق . والجدول التالي يوضح الحدود على ملكية الأجانب فى الدول العربية.

ادخل جدول رقم(٤) من ملحق الجداول

يعكس لنا الجدول أن العديد من الدول العربية، لا يوجد لديها أى قيود على تملك الأسهم فى الشركات. لا توجد ضرائب على العوائد سواء المكاسب الرأسمالية او التوزيعات سوى فى عدد من الدول تفرض ضرائب بنسبة ١٠% على التوزيعات مثل الأردن- لبنان- السعودية. ونظرا لهذه التعديلات ارتفعت نسبة مساهمة الأجانب فى رؤوس أموال الشركات لتصل إلى ٤٣,٢% فى بورصة عمان و١٥% فى بورصة مسقط . وشهدت البورصة المصرية تدفق من استثمارات الحافظة بلغ ذروته فى عام ١٩٩٦- ١٩٩٧ بلغ حوالى ١,٤ مليار أعقبه خروج مفاجيء بعد أزمة آسيا . كما قامت العديد من الدول بإصدار شهادات إيداع دولية GDRs مثل مصر تونس- المغرب- لبنان. وصناديق استثمار دولية إلا أن كافة هذه التعاملات تعد ضئيلة للغاية بالمقارنة بالمناطق الأخرى فقد كانت منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا من اقل المناطق التى شهدت تدفقات (samak,N& helmy,O. 2000) ومما يؤكد عدم التكامل والاندماج بين البورصات العربية وغيرها من البورصات الدولية، هى نسب معامل الارتباط الضعيفة مقارنة بالأسواق الأخرى وهو ما يوضحه الجدول التالي

ادخل جدول رقم(٥) من ملحق الجداول

يعكس لنا الجدول مدى التباين بين تكامل الأسواق الصاعدة الأخرى مع الأسواق الدولية ومع بعضها البعض وترابط واندماج البورصات العربية ، وهو ما يعنى ضعف قدرة هذه الأسواق على المنافسة مع غيرها.

يعكس لنا التحليل السابق أن الأسواق العربية شهدت تطور ملحوظ خلال عقدا التسعينيات. إلا إنها تعاني من العديد من السلبيات التى تقلل من فاعلية هذه الأسواق ، وتمثل تحدى لها لابد من مواجهة بالعديد من السياسات والإجراءات . ويمكن إجمال هذه التحديات المستخلصة من التحليل السابق فى.

- ضيق الأسواق المالية ومحدوديتها، من حيث الحجم والأدوات .
- ضعف سيولة هذه الأسواق.
- ضعف نشاط السوق الأولى والثانوى.
- عدم الدقة فى تحديد البيانات التى يجب الإفصاح عنها.
- اقتصرت أنشطة الوساطة فى الأسواق العربية على أعمال السمسرة وتنظيم عمليات الاكتتاب ، وهناك غياب شبه تام لأنشطة الترويج والتحليل للأوراق المالية ، والاستشارات ، والتقييم الائتماني ، وصناع السوق .

كما يواجهها أيضا مجموعة من التحديات الخارجية

التغيرات السريعة في البيئة العالمية التي يتعامل فيها، والتقنية في مجال المعلومات والاتصالات وهو ما يستدعي التغيير المستمر.

زيادة نسبة التكتلات والاندماج مع العالم الخارجى ، بينما نجد إن درجة الاندماج الاقليمي ومن ثم العالمى ضعيف للغاية .

كل هذه التحديات تجعل هذه الأسواق لا تتمكن من القيام بالدور الذى نشأت من اجله، لتعبئة المدخرات، وتمويل الاستثمارات سواء مدخرات محلية أم أجنبية . كما إن هذه الخصائص تعتبر خصائص طارئة للمستثمر المحلى والاجنبى و وبصفة خاصة المستثمر المؤسسى ، فقد بلغ مجمل تدفق راس المال العربى الى الخارج خلال الفترة من ١٩٧٥ - ٢٠٠٠ حوالى ٣٢٣,٢٣ بليون دولار، وكانت دول مجلس التعاون الخليجى وبصفة خاصة الكويت والأمارات. (صندوق النقد العربى ، ٢٠٠٣) بينما بلغت تدفقات رؤوس الأموال الى الدول الصاعدة فى فترة الذروة سواء فى شكل استثمار مباشر او حافضة ١٩٦ بليون دولار انخفض فى عام ٢٠٠٢ الى ١٥٢ بليون دولار نصيب الشرق الأوسط وشمال إفريقيا منه هو حوالى ٣ بليون فى المتوسط خلال عام ٢٠٠٢ (world bank, ٢٠٠٢) واستثمارات الحافضة لا تتعدى ١٠% من اجمالى التدفقات .

وعادة لا تجذب الأسواق الصغيرة ذات الشركات صغيرة الحجم، والتي ليس لديها تنوع فى أدوات الاستثمار بها ، وعلى درجة عالية من المخاطر، سوى المستثمر الفرد، وهو يهدف الى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة ودرجة الوعى لديه منخفضة. هذا من شأنه أن يؤثر بالسلب على حركة التعامل فى البورصة كما حدث فى البورصة المصرية من تدفق لرؤوس الأموال فى ١٩٩٧ (Samak, N.& helmy,O.2000).

لذلك يجب على الدول العربية إتباع وتطبيق العديد من الإجراءات التى تقوى من أسواقها المالية. زيادة كفاءتها لجذب المزيد من رؤوس الأموال العربية الهاربة، والمزيد من الاستثمارات الأجنبية ، وزيادة درجة اندماجها مع العالم الخارجى. بالإضافة إلى تطبيق مجموعة من السياسات الاقتصادية التحوطية التى تهيئها للاندماج فى النظام المالى العالمى بطريقة آمنة. وهو ما سوف نتناوله فى الجزء التالى.

ثالثا سبل تعزيز قدرات أسواق المال العربية:-

أتضح لنا من العرض السابق أن أسواق المال العربية، تواجهها مجموعه من التحديات، يجب معالجتها من اجل التكيف مع متطلبات العولمة، والالتزام المرتقب بقوانين منظمة التجارة هذا من جانب، ومن اجل زيادة قدرتها على تعبئة المدخرات لتمويل عملية التنمية ، وجذب المزيد من الاستثمارات من جانب آخر. وسوف نتناول فى هذا الجزء الأساليب التى تعزز من قدرة هذه السياسات على مستوى أسواق المال ، وعلى مستوى السياسات الاقتصادية التحوطية ضد الازمات نتيجة الاندماج المالى مع العالم الخاجى.

١ - الإجراءات على مستوى أسواق المال.

إن الأسواق العربية، هي أسواق صغيرة، محدودة، منخفضة السيولة ومحدودة الأدوات . هذا بالإضافة الى عدم كفاءة هذه الأسواق نظرا لعدم الدقة والسرعة في وصول المعلومات الى السوق بما يمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم، وفي الوقت المناسب. لذلك يجيب أن يكون هناك مجموعة من الإجراءات تهدف الى :

ترابط أسواق المال العربية وتعزيز الاستثمار المتبادل:

إن نمو التكامل في أسواق الأوراق المالية، هو إحدى سمات العولمة، يعنى تكامل البورصات أن المستثمرين يستطيعون بيع وشراء الأسهم في كل سوق، بدون قيود كما يمكن للأوراق المالية أن تصدر وتتداول وتستهلك في كل أسواق الإقليم . وهذا له مزايا متعددة وهو ما تحتاجه البورصات العربية تتمثل في الاتي،

- سوق اكبر وأكثر كفاءة، وهو ما يؤدي إلى سهولة عملية تعبئة راس المال في السوق الاولى وسيولة وعمق السوق الثانوى.

- فرصة اكبر للقطاع الخاص للحصول على راس المال من سوق اقليمي وبتكلفة منخفضة.

- فرصة اكبر لتدفق الاستثمارات الأجنبية في المحفظة .

- مجال جيد لخصخصة الشركات الكبرى على مستوى اقليمي

- يتيح للشركات الكبرى أن تسجل في سوق اقليمي وهو ما يؤدي إلى زيادة حجم راسمة السوق ومساواته مع الدول المتقدمة.

- يؤدي إلى جذب المستثمر المؤسسي الذي يعمل على حفظ توازن السوق واستقراره، نظرا لطبيعة الاستثمار طويل الأجل لهذا النوع من المستثمرين.

- تحسن مستوى شركات الوساطة المالية ، وبصفة خاصة صناعات السوق وشركات التقييم الائتماني كنتيجة لتحقيق اقتصاديات النطاق ، ومشاركة التكلفة بين الأسواق ، وهو ما يؤدي الى تخفيض تكلفة التعامل (Fatma, T.&Gulnurm, 2000)

هناك توجه من قبل بعض البورصات العربية لتحقيق ذلك، إلا أن درجة الاستفادة هذه الاتفاقيات

ما زالت محدودة لأكثر من سبب يتمثل في وجود معوقات تشريعية - معوقات مؤسسية - معوقات عملية .

فقد سبق أن رأينا أن البورصات العربية يوجد بينها تباين في هيكل الملكية للبورصات فمنها من هو يخضع للقطاع الخاص، ومنها من هو حكومي ، كما هناك اختلاف في نظم التداول والتسوية والمقاصة واختلاف في إجراءات وقواعد التسجيل والقيود ، والنظم المحاسبية والضرائب . هذا بالإضافة إلى ضعف الإرادة السياسية، في كثير من الأحيان، كل هذه الاختلافات موجودة حتى بين البورصات المبرمة اتفاقيات تبادل وقيود مشترك، فكيف توتى هذه الاتفاقيات ثمارها في ظل هذه المعوقات.

لذلك يجب أن يكون لدى البورصات العربية، استراتيجية متكاملة للاتحاد فيما بينها طويلة الأجل ،، تتضمن إجراءات على المدى القصير والمتوسط ، إلى أن نصل إلى الهدف النهائي ، نظرا لان الوضع الحالي يتطلب اجل طويل لتهيئة الأسواق .

الإجراءات فى الأجل القصير .

تطبيق التكامل فيما بين بعض البورصات المهيأة لذلك لتحديد بطريق عملية الايجابيات والسلبيات، مثل الحرص على دمج البورصات الداخلية أولا مثل بورصة دبی و ابو ظبی. الاتحاد بين البورصات التي لديها نظم تداول وتسويه ومقاصة واحدة مثل المغرب وتونس السماح لشركات الوساطة بالتسجيل عبر الحدود، حتى فى حالة عدم وجودهم المادى، فى نفس الدولة، وهذا النوع من التكامل طبق بنجاح فى أسواق أوروبا وأمريكا اللاتينية واسيا . تفعيل اتفاقيات التسجيل المشترك بين البورصات العربية من خلال المزيد من الحوافز الضريبية وغيرها.

الإجراءات فى المدى المتوسط

يجب مناقشة وتحليل نوع التكامل المطلوب هل سوف يكون هناك تخصص فيما بين البورصات ، أم يكون تكامل عام اقليمي لكافة الأدوات. تحديد كيف سيؤثر التكامل على درجة المنافسة بين البورصات ، وموقف البورصات الصغيرة وغير الكفئة (hebah, S. & shahira, S. 2002)

الإجراءات على الأجل الطويل .

تحديد طبيعة هيكل الملكية .

توحيد الأطر المؤسسية والتشريعية.

تنظيم نظم ومتطلبات القيد والتسوية والإيداع، ووجود جهة مركزية للحفاظ المركزى.

تطوير وتوحيد قوانين الشركات والأنظمة الضريبية .

كيفية التعامل مع تقلبات سعر الصرف والنظم المتبعة فى كل دولة . (الجابرى ، ٢٠٠٠)

- تطبيق نظم الرقابة الذاتية على الأسواق العربية. Self-Regulatory Organization

تعرف الهيئات ذاتية التنظيم والإدارة بأنها، تنظيم يشمل مجموعة من الأعضاء فى سوق الأوراق المالية لديه السلطة فى تنظيم النشاط المهني لأعضاء هذه الصناعة ، ويكون لديهم الحافز لمراقبة بعضهم البعض لتحقيق هدف كفاءة السوق بما يعود عليهم بالنفع (World Bank, 1997)

من خلال وضع القواعد والقوانين المنظمة، للتعامل فى الأوراق المالية، لأعضائها بما يضمن توافقها مع رغبتها. كما تشمل مسئوليات التنظيم الذاتي تنظيم التعاملات فى السوق من حيث إجراءات القيد . والتعامل ومراقبة السوق . وقواعد التداول ، والمقاصة والتسوية والإفصاح.

شروط نجاح الهيئات ذاتية التنظيم والإدارة تتمثل فى :

أن يكون جميع العاملين في سوق الأوراق المالية أعضاء في هذا التنظيم .
يتبنى هذا التنظيم ووضع نظام وآداب للمهنة Code Of Ethics تحكم العلاقة بين الأعضاء والعملاء .
توافر القانون الذي يسمح بوجود هذا التنظيم ، ويخول له سلطات ويراقبه .
أن تكون المؤسسة غير هادفة للربح (world bank,1997)
معوقات تطبيق مثل هذا النظام في الأسواق العربية :

بالرغم من نجاح هذا النظام في الأسواق المتقدمة، وبعض الأسواق الصاعدة، في تحقيق الكفاءة والشفافية للسوق، إلا أن هناك مجموعة معوقات بالنسبة للأسواق العربية بصفة خاصة، والناشئة بصفة عامه تتمثل أهمها في:

* طبيعة الهيكل غير التنافسي في أسواق الدول النامية وبالتالي فان نظام التنظيم الذاتي يكون غير كافي لتأمين السوق وكفاءته .

* عدم كفاءة المؤسسات والكوادر البشرية وضعف أهليتها للقيام بمثل هذا الدور .
* عدم كفاءة نظم الإفصاح والمعلومات مما يؤدي إلى القصور في تقييم الأداء. (السعيد، سمك، ٢٠٠٠)

بالرغم من هذه المعوقات، إلا انه نظرا للمنافع الكبيرة التي تعود على الأسواق، من تطبيق هذا النظام فلا بد للدول العربية أن تبدأ في تهيئة أسواقها لها وتطبيق النظام بصورة تدريجية.
زيادة متطلبات الإفصاح والمعلومات.

ما زالت بعض الأسواق العربية تفتقر الى النصوص القانونية الواضحة والمتعلقة بنشر المعلومات عن الشركات المدرجة، وما هي هذه المعلومات بالتحديد، والبعض الآخر، بل الأغلبية يكتفي بنشر الميزانية السنوية. لذلك يجب على البورصات العربية الاهتمام بمفهوم التقييم الائتماني، ولا بد ان تفصح الشركات المدرجة عن درجة التقييم الائتماني الحاصلة عليه ، وغيرها من البيانات التي تساعد المستثمر على اتخاذ القرار السليم .

تنوع أنشطة الوساطة المالية .

هناك غياب لأنواع هامه من الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية، وترفع من درجة كفاءة السوق ، مثل شركات التوريق، شركات تحليل وتصنيف الأوراق المالية، شركات إدارة المحافظ ، شركات صناع السوق، ويعتبر وجود هذه الأنواع ضرورة ملحة لضبط السوق وتنشيطه، ويمكن السماح لهذه الشركات بان تكون إقليمية ، وهو ما يعتبر حافز لها للاستفادة من اقتصاديات النطاق.
ابتكار أدوات مالية جديدة لزيادة درجة تنوع السوق.

في ظل هذا التطور الهائل في الأدوات المالية وتعقدتها، ونمو سوق المشتقات والعقود الآجلة، والتوريق . نجد أن الأسواق العربية ليس لديها إلا نوع واحد من الأوراق المالية، وهو الأسهم العادية، وسوق سندات ضيق للغاية . لذلك يجب تهيئة هذه الأسواق لكيفية التعامل مع هذه الأدوات الجديدة،

ووضع القواعد والتشريعات، التي تنظم التعامل في مثل هذه الأدوات ، ووضع نظم لإدارة المخاطر لهذه الأنواع . هذا بالإضافة الى نشر برامج التوعية سواء للمستثمرين والشركات ، او الكوادر البشرية العاملة في مجال الأوراق المالية. إصدار أوراق مالية ذات طبيعة إسلامية لجذب المستثمر العربي مثل صكوك التأجير الإسلامية ، وهي تعتبر بديل لسندات بالمعنى التقليدي ، وحققت نجاح كبير في سوق البحرين.

٢- السياسات الاقتصادية للتحوط من الأزمات .

نظرا للآزمات المتكررة في عقد التسعينيات، حيث حررت معظم الأسواق الناشئة حسابات راس المال بها، وشهدت طفرة من تدفقات رؤوس الأموال، وزيادة درجة الاندماج المالي بين الدول، حرصت العديد من المؤسسات والدراسات على وضع أساليب وسياسات ، من خلال تجارب الدول المختلفة للتأمين ضد الآزمات ، وهو ما يجب أن تأخذه الدول العربية في الاعتبار طالما فتحت حسابات راس المال وسمحت بدخول التدفقات بدون قيود . والجدول التالي يوضح أهم الأساليب والسياسات المقترحة لتأمين ضد الآزمات المالية

الجدول رقم (١)

الأساليب والسياسات المقترحة للتأمين ضد الأزمات

١- قيود علي رؤوس الأموال		
قيود علي خروج رؤوس الأموال	الرقابة الحذرة	نظام الاحتياطي الشيلي
<p>أكدت العديد من الدراسات علي فاعلية فرض قيود مؤقتة ونوعية علي خروج رؤوس الأموال، وبصفة خاصة بعد نجاح التجربة الماليزية في ذلك حيث تم التحسن في الاقتصاد الماليزي بسرعة أكبر عن حالة إندونيسيا وتايلاند التي طبقتنا برنامج الصندوق لمعالجة الأزمة.</p> <p>ومما يؤكد علي فاعلية هذا الأسلوب، أنه لم يسفر عن نتائج سلبية لتدفقات طويلة الأجل، حيث شهدت ماليزيا تدفقات في شكل استثمار أجنبي مباشر مستمر وبنسب (أكبر من كوريا وتايلاند. (Edwards,1999) (Jack B. et al 2000)</p>	<p>إن مفهوم الرقابة الحذرة علي تدفقات رؤوس للحد من اقتراض البنوك، أصبح أمر هام في ظل تطوير الأدوات والابتكارات المالية، و ارتفاع نسبة التعاملات خارج الميزانية ونمو سوق المشتقات -الحد من الاقتراض الخارجي قصير الأجل لكل من الشركات والحكومات .</p> <p>أكدت معظم الدراسات (Rossi, M.1999) (Krugman,1999)</p> <p>علي فاعلية تلك الرقابة في امتصاص الأزمة المالية كما ساهمت مباشرة في تخفيض نسبة الديون قصيرة الأجل وبالتالي الحد من مشاكل عدم التوفيق بين جانبي الأصول والخصوم .</p> <p>يحتاج تطبيق هذا الأسلوب إلى توافر كيانات مؤسسية قوية لإحكام الرقابة حتي يتم ضمان تطبيق البرنامج بنجاح.</p>	<p>فرضت الحكومة نسبة ٢٠% احتياطي من كافة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل للاستثمار في المحفظة، وتودع لدى البنك المركزي بدون فائدة . وهي نسبة متغيرة وصلت أقصاه عام ٩٢ ٣٠% وأدناها سبتمبر ٩٨ صفر .</p> <p>أكدت كافة الدراسات السابقة علي فاعلية هذا النظام لعدم تأثيره علي تدفقات رؤوس الأموال في الأجل الطويل ، بل كان هناك أثر مؤقت في الأجل القصير بعد فرض هذه القيود . أدت إلى رفع متوسط آجال تلك التدفقات فنخفض نصيب التدفقات قصيرة الأجل من نسبة ٩٦,٣% في ١٩٨٨ إلى ٢,٨% في ١٩٩٧ (Callego.F.&Hernande&Klouss1999) (Edison,Hgreihart 1999)</p> <p>يتطلب تطبيق هذا النظام تغطية كاملة لكافة التدفقات حتي تتحقق الفاعلية الكاملة منه.</p>

٢- رفع مستوى السيولة من النقد الأجنبي

خطوط ائتمان للطوارئ	احتياطات تكفي لتغطية الدين قصير الأجل
<p>الحد من تكلفة احتفاظ الدولة باحتياطي مرتفع وتعد تجربة خطوط ائتمان للطوارئ من أهم هذه الأساليب التي تساعد على ذلك .</p> <p>ويتمثل ذلك في اتفاق بين دولة ما والمقرضين الدوليين ، يتعهد فيه المقرض الدولي بان يقرض الدولة صاحبة الاتفاق (أو أي مقرضين محددين وليكن بنوك داخل الدولة) بملغ متفق عليه مسبقاً في حالة حدوث ظروف طارئة، ويتم التعاقد على سعر فائدة أقل من سعر الفائدة على السندات السيادية في ذلك الوقت . ويتعهد صاحب الحق في الاقتراض بدفع رسوم محددة نتيجة حق الاقتراض في الظروف الطارئة ، وهي أقل من ١% من المبلغ المتفق عليه.</p> <p>تمثل مميزات هذا الأسلوب في :-</p> <ul style="list-style-type: none"> - تكلفة استخدام الائتمان تعد أقل من تكلفة الاحتفاظ باحتياجات دولية كبيرة. - تحصل الدولة على قروض بسعر فائدة منخفض جداً عما كان يمكن لها أن تقترض به أثناء الأزمة . <p>(World Bank ,2000). (Feldstien,1998)</p>	<p>- أن الرؤية التقليدية في تحديد مدي كفاية الاحتياطات لية لم تكن مناسبة في ظل تحرير عمليات حساب رأس المال، جارة في الأصول غير السلعية والخدمة .</p> <p>لذلك أوصت الدراسات بأنه ، يجب أن لا يقل الاحتياطي لي عن المبلغ الذي يساوي رأس المال الأجنبي الذي يمكن أن ش نتيجة خروجه خلال عام (الدين قصير الأجل)</p> <p>- أن المستوي الأمثل للاحتياطي يختلف باختلاف عوامل متعددة منها</p> <p>- نسبة العجز في الحساب الجاري</p> <p>فكلما زادت نسبة العجز فان الاحتياطي المطلوب يصل لمستويات تفوق الدين قصير الأجل بكثير .</p> <p>- نظام سعر الصرف.</p> <p>إن نظام سعر الصرف الثابت يتطلب مستوي أعلى من الاحتياطي عما يتطلبه تطبيق نظام سعر صرف مرن.</p> <p>-مستوي السيولة المحلية:</p> <p>لابد من أخذ مستوي السيولة المحلية في الاعتبار وربط الاحتياطي به في حالة إمكانية خروج رؤوس الأموال (Greens,1999) (Calvo,Reinhart1999)</p>

الخاتمة

شهد عقد التسعينيات العديد من إجراءات التحرير المال ، وفتح حسابات راس المال ، ومن ثم حدوث طفرة من التدفقات الرأسمالية الناشئة إلى الأسواق تختلف في طبيعتها ومكوناتها عن التدفقات فى الفترات السابقة . ونتج عن ذلك سلسلة متكررة من الأزمات المالية فى هذه الأسواق . تعكس مشاكل هذه الأزمات مخاطر التحرير المالى فى ظل عدم كفاءة ونمو الأسواق المالية المحررة ، وأيضاً نتيجة اتجاه الحكومات الخاطيء فى إدارة السياسات النقدية والمالية بالتوافق مع نظام سعر الصرف والاستقرار المالى. وعدم اتخاذ أى إجراءات للتحوط من الخروج المفاجيء لهذه التدفقات .

تم تحليل طبيعة وخصائص أسواق المال العربية، لتحديد ما إذا كانت تلك الخصائص تمكنها من الاندماج المالى مع العالم الخارجى بكفاءة وتجنب حدوث الأزمات، وفى حال حدوثها، يتم التعامل معها بمرونة والحد من أثارها السلبية.

عكست لنا نتائج التحليل أن الأسواق العربية شهدت تطور ملحوظ خلال عقدا لتسعينيات . إلا إنها تعاني من العديد من السلبيات التى تضعف، من فاعلية هذه الأسواق ، وتمثل تحدى لها لابد من مواجهة بالعديد من السياسات والإجراءات . ويمكن إجمال هذه التحديات المستخلصة من التحليل السابق فى.

ضيق الأسواق المالية ومحدوديتها، من حيث الحجم والأدوات ،ضعف سيولة هذه الأسواق.، ضعف نشاط السوق الأولى والثانوى، عدم الدقة فى تحديد البيانات التى يجب الإفصاح عنها. اقتصر أنشطة الوساطة فى الأسواق العربية على أعمال السمسرة وتنظيم عمليات الاكتتاب ، وهناك غياب شبه تام لأنشطة الترويج والتحليل للأوراق المالية ، والاستشارات ، والتقييم الائتمانى ، وصناع السوق . وكل هذه السلبيات انعكست فى عدم كفاءة هذه الأسواق ، حيث عكست مقاييس الكفاءة نتائج سلبية باستثناء الأردن.

كما يواجهها أيضا مجموعة من التحديات الخارجية التغيرات السريعة فى البيئة العالمية التى يتعامل فيها، والتقنية فى مجال المعلومات والاتصالات وهو ما يستدعى التغيير المستمر.

زيادة نسبة التكتلات والاندماج مع العالم الخارجى ، بينما نجد إن درجة الاندماج الاقليمى ومن ثم العالمى ضعيف للغاية .

كل هذه التحديات تجعل هذه الأسواق لا تتمكن من القيام، بالدور الذى نشأت من اجله لتعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات سواء مدخرات محلية أم أجنبية . كما إن هذه الخصائص تعتبر خصائص طاردة للمستثمر المحلى والاجنبى و وبصفة خاصة المستثمر المؤسسى . وقد تم عرض مجموعة من المقترحات لمعالجة هذه التحديات من واقع تجارب الدول الأخرى، من اجل التكيف مع متطلبات العولمة والالتزام المرتقب بقوانين منظمة التجارة هذا من جانب ، ومن اجل زيادة قدرتها

على تعبئة المدخرات لتمويل عملية التنمية ، وجذب المزيد من الاستثمارات ، بعضها يتعلق بأسواق المال ، ومنها ، ترابط أسواق المال العربية وتعزيز الاستثمار المتبادل، البدء فى تطبيق نظم الرقابة الذاتية تدريجيا، الدقة فى تحديد نوعية البيانات التى يجب الإفصاح عنها من قبل الشركات ،ابتكار أدوات مالية جديدة لزيادة درجة التنوع. أما على مستوى السياسات الاقتصادية التحوطية ضد الأزمات، نتيجة الاندماج المالى مع العالم الخارجى، فهناك مجموعة من السياسات التى يجب أن تطبق أو الاختيار من بينها، وهى تهدف إلى الحد من آثار الأزمات، ومنها فرض قيود نوعية ومؤقتة على تدفقات رؤوس الأموال، وهو ما قد تم بنجاح فى النموذج الشيلى والماليزي، رفع مستوى السيولة من النقد الاجنبى ، من خلال توفير احتياطات تكفى لتغطية الدين قصير الأجل ، وفتح خطوط ائتمان للطوارئ.

المراجع العربية

الجابري، يحيى، ٢٠٠١، تعزيز الروابط بين أسواق المال العربية، فى إعادة هندسة التعاون الاقتصادى والمصرفى العربى ، اتحاد المصارف العربية.

السعيد هاله، سمك نجوى، ٢٠٠٠، تحفيز الطلب فى سوق الأوراق المالية ، دراسة معدة للهيئة العامة لسوق المال .

صندوق النقد العربى ، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ، نشره ربع سنوية ، أعداد مختلفة ، . صندوق النقد العربى ابوظبى، الإمارات العربية.

صندوق النقد العربى، ٢٠٠٠، ٢٠٠١، ٢٠٠٠ التقرير الاقتصادى العربى الموحد ، أعداد مختلفة ، صندوق النقد العربى ابوظبى، الإمارات العربية.

صندوق النقد العربى، ٢٠٠٣، تقدير وتحليل التدفقات الرأسمالية العربية الى الخارج خلال الفترة من ١٩٧٥-٢٠٠٠ ، سلسلة ، دراسات صندوق النقد العربى ، صندوق النقد العربى ابوظبى، الإمارات العربية.

المراجع باللغة الانجليزية

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, 1993, "Capital Inflows and the Real Exchange rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors." **IMF Staff Papers.40**

Calvo, Guillermo. A. 1997, "Rational Herd Behavior and The Globalization of Securities Market". **Working Paper University of Maryland n. 175**

Callego francisco & Hernandez. L. and Klous. 1999, "Capital Control in Chile: Effective? Efficient?" Central bank of Chile, **working paper. No. 59**. Santiago.

Cesar calderan, N. loayza, L. 2000, "External Sustainability a Stock Equilibrium Perspective." **Policy Research Working Paper N.2281**. World Bank. Washington. D.C

Chuhan, P., and Claessens, S., 1993, "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America", **World Bank Policy Research Working Paper, no.1160**.

Devenow. A. & Ivowelch 1996. "Rational Herding in Financial Economies" **European Economic Review Vol. 40**.

Dilek akykut, himmat& ratha, 2000, Sustaining and promoting equity related finance for developing countries, **global development finance, world bank**.

Edison, H. & Reinhart C. 1999, Stopping Hot Money. [http://www. Puaf. und. edu./ papers/ reinhart. Htm](http://www.Puaf.und.edu/papers/reinhart.Htm).

Enders, w.,1995, **Applied Econometrics Time – Series**, new York john Wiley and sons .inc.

Fatma,t. gulnur,m.,2003, domestic versus international integration in the process of financial liberalization, **SSRN ,data base for emergent market ,download**.

Feldstien,1998, "Self- Protection For Emerging Markets Economics". **NBER, working paper .N.6907** Cambridge Mass

Fernandez-Arias, Eduardo, 1996, "The New Wave of Capital Inflows: Push or Pull?" **Journal of Development Economics Vol. (48)**.

Frankel, J.1997," Types and measures of capital flows" **Economic Bulletin for Europe**,vol.49.

Furman.J.Stiglitz.1998 "Economic Crises: Evidence And Insight From East Asia" **Brooking Paper On Economic Activity**.

Greenspan , Alan,1999, "**Currency Reserves And Debt** .World Bank Conference, Recent Trends In Reserves Management . , Washington D.C

Hebala, S., & Shahira, S., 2002, world stock exchange are integrating , consolidating, merging: what could be done by Arab exchange., **Cairo Alexandria stock exchange ,published working paper, series ,no,2**

International Finance Corporation (IFC), 1999, **Emerging Markets Fact Book**, various issues, IFC.

International Monetary fund, 1995, 96, 98, 2000, 2002 “International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. World Economic and Financial Surveys”, **IMF Washington, D.C.**

_____. 1992b , Clearing and Settlement in Emerging Markets, Montreal, Canada.
_____. 1999, Effects and Regulatory Implications Of Financial And Economic
.Turbulence In Emerging Market. <http://www.iosc.org>

Jack Boorman & other, 2000, “Managing Financial Crises Experience in East Asia”. **IMF Working Paper, no. 107 IMF.**

Kaminsky & Reinhart, 2000, Contagion and Confusion, <http://www.puafund/papers/reinhart.htm>

Kristin Forbes & Robert. R. 1999, “No Contagion Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movement.” **NBER Working Paper No. 7267. Cambridge Mass.**

Masson, Pul, 1998, “**Contagion, Monsoonal Effects, Spillovers**”. Mimeo. IMF.

Maxfield, Sylvia, 1998, “Effects of International Portfolio Flows On Government Policy, **NBER Working Paper No. 7261.** Cambridge Mass.

Choice” In Miles Kahler, Ed. **Capital Flows and Financial Crises**, Ithaca, N.Y. Cornell University Press

Michalbarde, et al, 2000 , is the crisis problem growing severe, SSRN ,data base for emergent market ,**download**

Mussa, Michael & Richard, A. 1999, “Capital Flows In 1990s Before Of After Asian Crisis”, World Bank, IMF. WTO, Conference, On Capital Flows Financial Crises And Policies. <http://www.worldbank.org>.

Obstfeld, 1992, “Risk- Sharing Global Diversification and Growth, **NBER. Working paper 4093** Cambridge Mass.

Samak, Nagwa .& Helmy Omnia .2000, “Foreign Portfolio Equity Investment In Egypt :An Analytical Over View”, NAHDHA , **quarterly journal, Third Issue.** Faculty of Economic and Political Science Cairo University.

Standard And Poor's , 2001, **Emergent Stock Market Fact Book**, Mc Graw .HILL companies

UNCTAD, 1997, **Trade and Development Report**. UNCTAD.

World bank, 1997, **Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration**, World Bank Policy and Research Report. New York: Oxford University Press.

World Bank ,1997b, 1999a, 2000, **“Global Development Finance. Summary and Analysis”**
World Bank. Washington D.C

World Bank 1999b, **“Global Economic Prospects, and the Developing Countries, Beyond the Financial Crisis”** World Bank Washington D.C.

Yilmaz akyuz, 1999, capital flows to developing countries and the reform of the international financial system , **UNCTAD, working paper, no, 143.**

جدول رقم (١)

الاسم	النشأة	نظام التداول	نظام التسوية والمقاصة والحفظ المركزي	الترايط والاتصال بين التداول والتسوية	صندوق ضمان التسويات	قواعد الإفصاح والشفافية	قواعد التسجيل
ابو ظبي ودبي	أحدث البورصات العربية بدء العمل بهما كبورصتين مستقلتين في ابريل ٢٠٠٠ وفي ٢٠٠١ تم السماح بالتسجيل المشترك في البورصتين وهناك اتجاه لضم البورصتين	يتم تطبيق نظام تداول الكتروني EFA في كلتا البورصتين	جميع الأسهم المسجلة دخلت في نظام شامل للتسوية والمقاصة والحفظ المركزي ولا يوجد اي تداول مادي للأسهم، ويتم تسجيل وتحويل ملكية الأسهم من خلال هذا النظام وتتم التسوية في ابو ظبي في T+1 في ابو ظبي و T+2 في بورصة دبي	نظام التداول منفصل عن التسوية والمقاصة	لا يوجد صندوق لضمان التسويات	يتم إلزام الشركات بالإفصاح عن قوائمها المالية بصفة دورية وتنتشر في جريدة يومية إلزام المديرين في الشركات المسجلة بالإفصاح عن هيكل ملكيتهم في الأسهم للحد من التداول القائم على معلومات داخلية	يتم تسجيل الشركات ذات الملاءة المالية فقط، وتكون محققه صافي ارباح وتوزيعات على المساهمين بحد ادنى ٥% خلال سنتين قبل التسجيل
بورصة عمان	بدأت العمل في ١٩٧٨ وكان سوق عمان المالي يقوم بدور مزدوج وفي ١٩٩٩ تم تغير الهيكل وأصبح هناك لجنة الأوراق المالية وبورصة عمان وهي مؤسسة غير هادفة للربح وذات ملكية خاصة ومركز إيداع الأوراق المالية لزيادة درجة التخصص ورفع الكفاءة	نظام التداول الكتروني NSC وتم ربط شركات السمسرة نظام التداول لسرعة إتمام التعامل وزيادة السيولة	تتم التسوية والمقاصة في T+3، وتتم كل إجراءات تحويل الملكية من قبل الشركات في T+6. نظام الحفظ المركزي غير مطبق نظرا لان ليس كل الشركات المتداولة مسجلة في النظام ويتم التعامل على أسهمها بطريقة مادية	نظام التداول منفصل عن التسوية والمقاصة	يوجد صندوق لضمان التسويات	يتم إلزام الشركات بالإفصاح عن قوائمها المالية بصفة دورية	الشركات المسجلة لا بد أن تكون محققه أرباح خلال السنتين السابقتين للتسجيل وتكون موزعة أرباح على المساهمين على الأقل العام السابق للتسجيل
بورصة بيروت	من البورصات القديمة ولكن اغلقت في الثمانينات وتم فتحها في ١٩٩٦، وهي مكونة من ثلاث اسواق؛ السوق الرسمي لتسجيل الشركات التي لا يجب ان يقل رأسمالها عن ٣ مليون د ولار ومطروحة للاكتتاب العام لما لا يقل عن ٥٠ مساهم. السوق الثانوي لتسجيل الشركات ذات راس المال الأقل ١ مليون دولار وذات طرح عام ٢٥%	يتم التداول من خلال نظام الكتروني محلي	هناك شركة خاصة للتسوية والمقاصة والحفظ المركزي، وجميع الأسهم مجلة ويتم التعامل عليه الكترونين ويتم تطبيق نظام DVP وتتم التسوية في T+3 لكن المستثمرين يمكن ان يبيعوا الأسهم التي تم شرائها في اليوم التالي قبل إتمام عملية التسوية	نظام التداول منفصل عن التسوية والمقاصة	لا يوجد صندوق لضمان التسويات		انظر عمود ١

البورصة المصرية	من أقدم البورصات في العالم وأنشطها تم توقف عملها مع تطبيق سياسات التأمين في الستينيات حتى بداية تطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادي ١٩٩٢ وصدور قانون سوق المال الذي أعاد تنظيم السوق والسماح لشركات المالية بالعمل	تم احداث تطورات كبيرة على نظام التداول وبدا العمل بنظام EFA في مايو ٢٠٠١	يتم من خلال شركة مصر للمقاصة والحفظ المركزي التي بدأت عملها في ١٩٩٦ وتتم التسوية للاسهام المسجلة في T+3 . لكن مازلت نسبة كبيرة من الشركات المسجلة خارج نظام الحفظ المركزي ويتم تسويتها في T+4	نظام التداول منفصل عن التسوية والمقاصة	يوجد صندوق لضمان التسويات بدءا في ٢٠٠٠	حدد القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ القواعد الخاصة بقواعد الإفصاح والشفافية ، وتم تعديلها في قانون القيد والحفظ المركزي الجديد، و اجاز إيقاف التعامل على الشركة لفترة مؤقتة حتى نفي ب متطلبات الإفصاح وتوضيح موقفها	حدد القانون ٩٥ قواعد القيد ولكن كان يوجد بها الكثير من العيوب وتم تعديلها في قانون القيد الجديد في عام ٢٠٠٠ ووضع حد أدنى للاكتتاب الخاص على الا يقل عن ٣٠% من اسهم الشركة ووضع حد ادنى بالمعايير الخاصة براس المال المدفوع للشركات
بورصة البحرين	تم إصدار مرسوم بإنشاء بورصة البحرين في ١٩٨٧ وبات العمل في ١٩٨٩	يتم استخدام نظام تداول الكتروني وهو النظام الكندي EFA	تتسم التسوية والمقاصة بطريق يدوية ومن خلال وحدة التسوية والمقاصة في البورصة في T+2	لا يوجد اتصال بين نظام التداول والتسوية	يوجد صندوق لضمان التسويات	القانون يلزم جميع الشركات بالإفصاح عن قوائمها المالية	تم تقسيم السوق سوق نظامي اول وسوق موازي ثاني وثالث ، يتم ادراج الشركات اتي تتمتع بمراكز مالية جيدة وانتظام في تحقيق الأرباح وتوزيعها على الاقل على مدى ثلاث سنوات في السوق النظامي اما الشركات ذات الأداء المالي المتوسط يتم ادراجها في السوق الموازي على الاقل الأرباح الصافية ٥٠% من رأسماله كحد ادنى اما السوق الثالث فيتم فيه تسجيل البورصات ذات الاداء الضعيف والتي تحقق خسائر اوتق الارباح فيها عن ٥٠% من راس المال
بورصة	بدأت العمل في ابريل ١٩٩٧ وفي	نظام تداول الكتروني	يتم التسوية والمقاصة من قبل شركة	لا يوجد اتصال	لا يوجد	القانون يلزم جميع	

الكويت	عام ١٩٨٣ صدر مرسوم اميرى بان البورصة هي مؤسسة مالية مستقلة	محلّى معروف باسم KATS	الكويت للمقاصة وتتم التسوية فى T+3	بين نظام التداول والتسوية	صندوق لضمان التسويات	الشركات بالافصح عن قوائمها المالية
بورصة عمان	وفقا لقانون سوق المال عام ١٩٩٩ تم تقسيم سوق المال للقيام بثلاث وظائف تنظم تشغيل وايداع	نظام تشغيل الكترونى وهو نظام يتيح التعامل لكافة الهيئات اى ان كان موقعها	تم انشاء شركة مسقط للمقاصة والتسوية والحفظ فى ١٩٩٩ وتتم التسوية فى T+3	نظام التداول مربوط بنظام المقاصة	لا يوجد صندوق لضمان التسويات	يلزم القانون الشركات بضرورة الافصح عن قوائمها المالية
بورصة تونس	انشئت منذ عام ١٩٩٦ ولكن منذ عام ١٩٩٤ بدا التطوير الحقيقي بموجب القانون الجديد وتم إنشاء مؤسسة متخصصة مستقلة كمنظمة للسوق	نظام تداول الكترونى UNIX	التسوية والمقاصة تتم من خلال الشركة التونسية للمقاصة فى T+4 والحفظ يتم من خلال شركة الحفظ متبعين النظام الفرنسى	نظام التداول مربوط بنظام المقاصة	لا يوجد صندوق لضمان التسويات	يلزم القانون الشركات بضرورة الافصح عن قوائمها المالية
بورصة المغرب	يرجع تاسيسها الى ١٩٢٩ ومر السوق بثلاث مراحل ١٩٩٢- ١٩٤٦ والفترة من ١٩٤٧ - ١٩٦٨ وبدأت انطلاقة البورصة بالشكل التقليدى وبالتحديد منذ عام ١٩٨٥ اما الفترة الأخيرة منذ عام ١٩٩٣ شهدت تعديلات هامة على تشريعات وقوانين وبموجب قانون ١٩٩٣ اصبحت البورصة سوقا منظما وعمومي وتولت شركة بورصة الدار البيضاء مهمة تسير البورصة منذ اغسطس ١٩٩٥	تم ادخال نظام التداول الالى وذلك بالتعاون مع البورصة الفرنسية	يتم التسوية فى T+5 من خلال شركة maroclear للتسوية والمقاصة والحفظ المركزى وتعمل وفقا للنظام الفرنسى	نظام التداول منفصل عن التسوية والمقاصة	لا يوجد صندوق لضمان التسويات	يلزم القانون رقم ٢١ ١٩٩٣ الشركات بضرورة الافصح أن لا يقل راس المال المدفوع عن ٢٥ مليون درهم وان تطرح على الأقل ٢٠% من الأسهم طرح عامان تكون حاصلة على شهاده بصحة بيانها المالية من قبل مراقبو الحسابات
بورصة قطر	بات العمل فى ١٩٩٧	يتم التداول يدويا ومن المتوقع إدخال التداول الالى	التسوية والمقاصة تتم من خلال سوق الدوحة للأوراق المالية فى T+3 وتم انشاء نظام تسجيل وتحويل مركزى الكترونى	نظام التداول منفصل عن التسوية والمقاصة	لا يوجد صندوق لضمان التسويات	يلزم القانون رقم ٢١ ١٩٩٣ الشركات بضرورة الافصح

المصدر :- أعداد مختلفة من قاعدة بيانات صندوق النقد العربى ، المواقع المختلفة للبورصات على الانترنت ، HEBA, S.&SHAHIRA,S,2002

جدول رقم (٢)

مقارنة خصائص العائد الشهري في الأسواق المالية العربية خلال الفترة من ١٩٩٩-٢٠٠٣

البحرين	الاردن	الكويت	لبنان	عُمان	السعودية	مصر	المغرب	تونس	البيان
-									
0.0027	-0.0012	0.009	0.014	0.002	0.0074	0.005	-0.14	0.015	MEAN
-8.44	-0.007	-0.021	-0.003	-0.016	0.0018	-0.012	-0.009	-0.0105	MEDIAN
0.073	0.105	0.14	1.7	0.25	0.09	0.94	0.1	1.2	MAX
-0.095	-0.13	-0.33	-0.16	-0.093	-0.42	-0.3	-0.3	-0.135	MIN
3.4	3.9	7.7	16.7	6.6	7.4	15.2	6.1	17.7	STD.DEV%
-0.208	-0.013	-3.3	5.1	1.84	-3.7	4.6	-2	6.09	SKEWNESS
3.3	4.5	20.2	33.4	7.1	22.4	30.4	11.4	41.2	KURTOSIS
									UNIT ROOT
-7.08	-3.7	-6.1	-5.1	-6.6	-4.1	-8.02	-7.3	-7.3	TEST

المصدر:- محسوب، قاعدة بيانات أسواق المال العربية ، صندوق النقد العربي ، أعداد مختلفة.

مقارنة خصائص العائد الشهري في أسواق الأوراق المالية العربية باستثناء فترة الحرب الفترة من ١٩٩٩-٢٠٠٢

البحرين	الاردن	الكويت	لبنان	عمان	السعودية	مصر	المغرب	تونس	البيان
-									MEAN
0.0022	-0.0019	0.0129	-0.009	-0.004	0.0074	-0.022	-0.012	-0.0009	MEDIAN
-8.44	-0.008	0.021	-0.0049	-0.2	0.0018	-0.0166	-0.013	-0.012	MAX
0.073	0.105	0.106	0.16	0.25	0.9	0.08	0.1	0.111	MIN
-0.095	-0.044	-0.09	-0.162	-0.093	-0.122	-0.3	-0.113	-0.13	STD.DEV%
3.4	3.2	3.3	7.1	6.3	4.2	6.4	4.4	4.7	SKEWNESS
-0.213	0.99	-0.364	5.1	2.06	-0.34	-1.9	0.24	0.29	KURTOSIS
3.6	4.02	3.7	3.4	8.7	3.5	9	2.9	4	UNIT ROOT TEST
-9	-3.8	-6.1	-6.4	-4.9	-4.92	-4.4	-6.07	-5.5	

مقارنة خصائص العائد الشهري بأسواق الأوراق المالية العربية بغيرها من الأسواق خلال الفترة من ١٩٩٩-٢٠٠٣

البيان	المؤشر المركب للدول العربية	الأسواق الصاعدة	دول أمريكا اللاتينية	اسديا	اليابان NIKI	لندن FT	أمريكا S&P
MEAN	0.00099	-0.001	-0.002	0.023	-0.01	-0.009	-0.009
MEDIAN	0.0005	0.0032	0.0096	0.023	-0.001	-0.007	-0.013
MAX	0.4	0.116	0.15	0.031	0.08	0.083	0.09
MIN	-0.37	-0.16	-0.18	0.01	-0.12	-0.12	-0.12
STD.DEV%	9.4	6	8	0.3	5	4.8	5.4
SKEWNESS	0.21	-0.13	-0.23	-0.075	-0.11	-0.34	-0.06
KURTOSIS	14.8	2.7	2.6	2.09	1.8	2.6	2.3
UNIT ROOT TEST	-8.2	-4.5	4.3	-2.7	4.6	5.3	-5.4

ملاحظات:- * العائد محسوب ، باستثناء فترة الحرب ، خلال الفترة من ١٩٩٩-٢٠٠٢ (بيانات شهرية)

المصدر:- محسوب، قاعدة بيانات أسواق المال العربية ، صندوق النقد العربي ، أعداد مختلفة، والمؤشرات المركبة للأسواق الاخرى ، مؤسسة التمويل الدولية IFC ، رويتر

جدول رقم (٣)

معاملات الارتباط بين مؤشرات الأسعار للبورصات العربية خلال الفترة من ١٩٩٩-٢٠٠٣ (بيانات شهرية)

معامل الارتباط	البحرين	الأردن	الكويت	لبنان	عمان	السعودية	مصر	المغرب	تونس
البحرين	1								
الأردن	0.115	1							
الكويت	-0.679	0.678	1						
لبنان	0.176	0.149	-0.34	1					
عمان	0.675	0.526	0.55	0.685	1				
السعودية	-0.458	0.582	-0.52	-0.118	0.427	1			
مصر	0.636	0.215	-0.67	0.831	0.836	-0.855	1		
المغرب	0.84	0.453	-0.7	0.163	0.777	-0.208	0.416	1	
تونس	0.059	0.139	-0.24	0.97	0.665	-0.787	0.735	-0.25	1

المصدر محسوب من مؤشرات أسعار صندوق النقد العربي، لكل دولة .

جدول رقم (٤)

الحدود على ملكية الأجانب في الدول العربية.

الدولة	حدود ملكية الأجانب
مصر	لا يوجد قيود نسبة الملكية ١٠٠%
المغرب	لا يوجد قيود نسبة الملكية ١٠٠%
لبنان	لا يوجد قيود نسبة الملكية ١٠٠%
الأردن	١٠٠% بصفة عامة ومقيدة لبعض القطاعات ٥٠% لقطاع المقاولات وتجارة التجزئة
عمان	١٠٠% للخليجين، واثر من ٩٤% اذا سمحت الشركة بذلك
البحرين	١٠٠% للخليجين، واثر من ٩٤% اذا سمحت الشركة بذلك
تونس	٩٤,٩ بصفة عامة
السعودية	٢٥% للخليجين لاتسمح بملكية الأجانب ، ولكن يمكن أن تأخذ شكل صناديق استثمار

المصدر: - (2001) s&p

جدول رقم (٥)
معاملات الارتباط بين مؤشرات البورصات العربية وغيرها من الأسواق الأخرى الصاعدة والمتقدمة

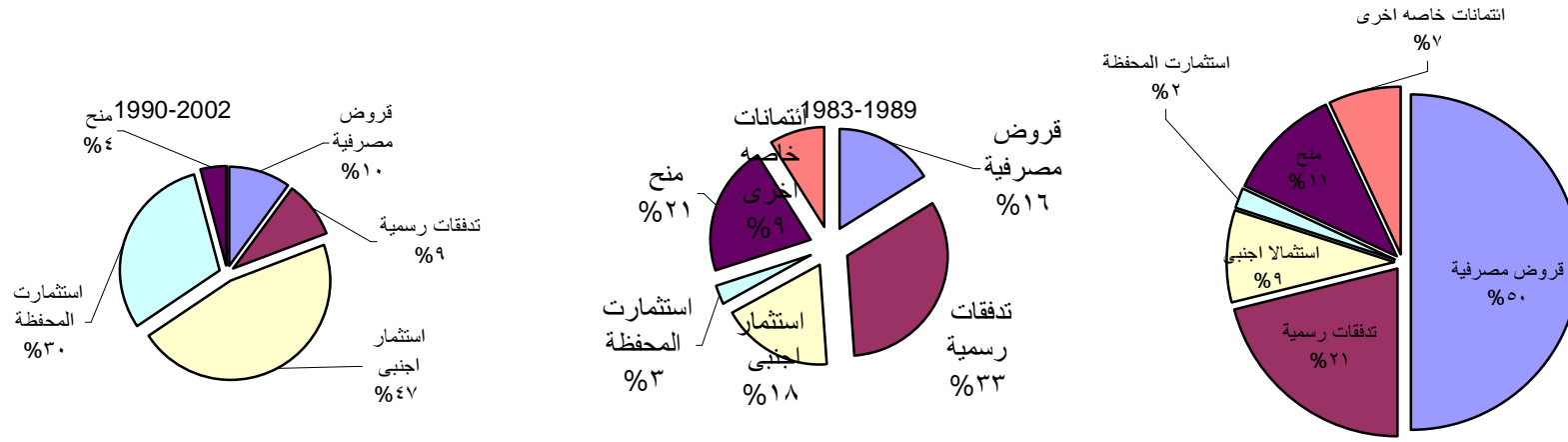
الدول العربية	أمريكا s&p	لندن FT	اليابان NIKI	الأسواق الصاعدة	آسيا	أمريكا اللاتينية	1	أمريكا اللاتينية IFC
					1	0.7115		IFC آسيا
				1	0.98	0.79		الصاعدة IFC السواق
			1	0.85	0.912	0.758		NIKI اليابان
		1	0.9	0.7	0.73	0.84		FT لندن
	1	0.97	0.91	0.8	0.77	0.88		s&p أمريكا
1	0.47	0.46	0.48	0.44	0.41	0.47		الدول العربية مؤشر صندوق النقد العربي

المصدر محسوب من مؤشرات أسعار صندوق النقد العربي ومؤشرات IFC لباقي الدول

معاملات الارتباط بين مؤشرات البورصات العربية وغيرها من الأسواق الأخرى الصاعدة والمتقدمة

شكل رقم (١)

مكونات تدفقات راس المال للدول النامية خلال الفترة من ١٩٧٥-٢٠٠٢

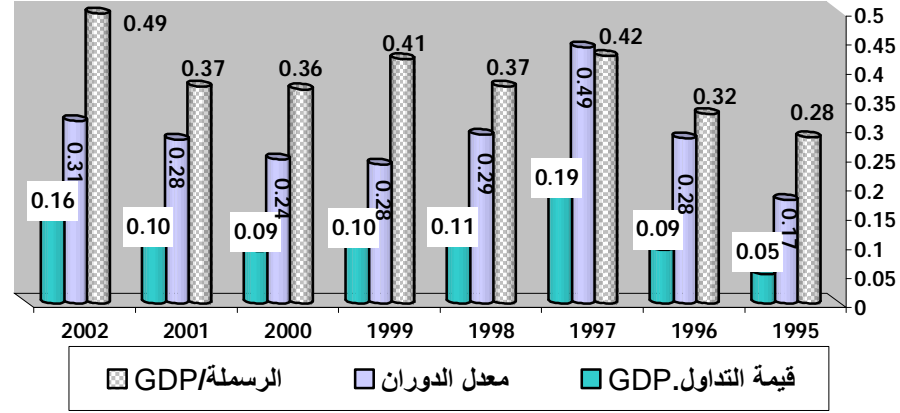


Yilmaz,A.,1999. IMF ,2002

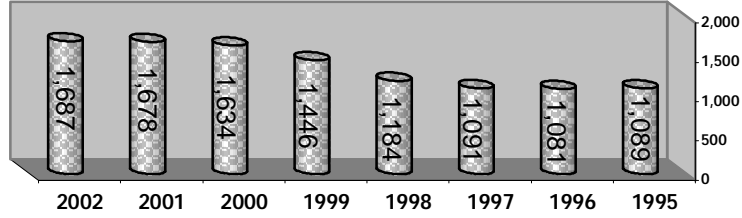
المصدر :-

شكل رقم (٢)

تطور حجم الرسمة والتداول ومعدل الدوران في الأسواق العربية ١٩٩٥-٢٠٠٢



عدد الشركات المدرجة في الاسواق العربية خلال الفترة من ١٩٩٥-٢٠٠٢

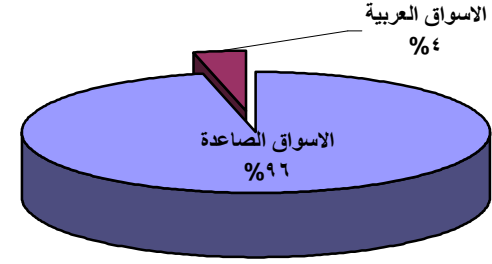
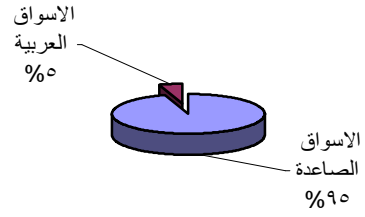


المصدر:- قاعة بيانات أسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، أعداد مختلفة

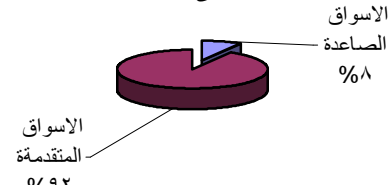
شكل رقم (٣)

نصيب الاسواق المالية العربية من اجمالي راس المال السوقى للاسواق الصاعدة

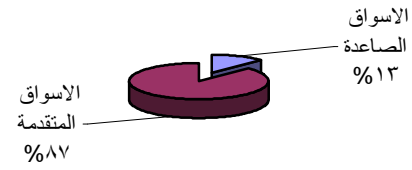
نصيب الاسواق العربية من اجمالي رسملة الاسواق الصاعدة
٢٠٠٠



نصيب الاسواق الصاعدة من اجمالي راس المال السوقى العالمى
٢٠٠٠

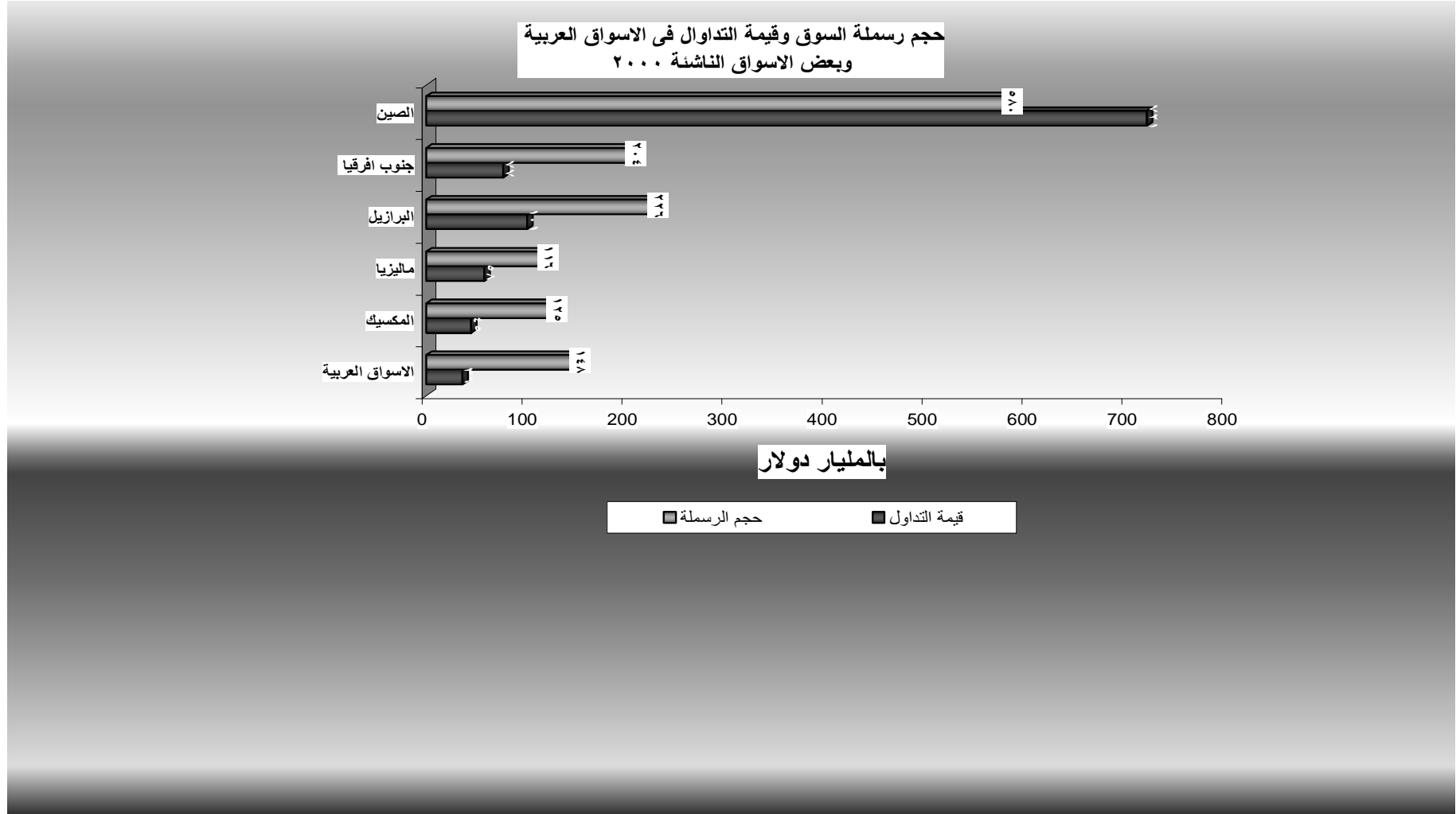


نصيب الاسواق الصاعدة من اجمالي راس المال السوقى العالمى
١٩٩٤



المصدر . IFC, S&P, 2001

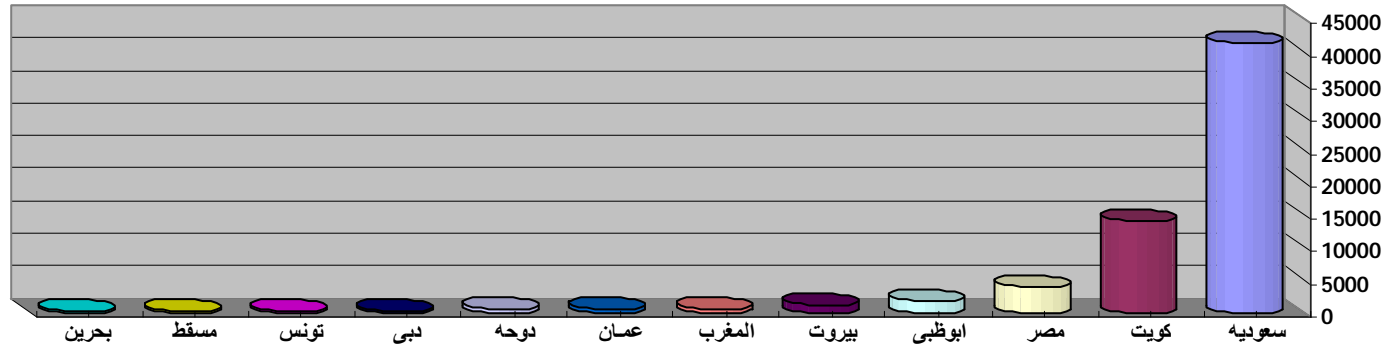
شكل رقم (٤)



المصدر:- صندوق النقد العربي ، IFC ، أعداد مختلفة.

شكل رقم (٥)

المؤشر المركب لاسواق المال العربية لحجم الرسملة وقيمة التداول ومعدل الدوران ٢٠٠٢



المصدر:- محسوب من بيانات صندوق النقد العربى، التقارير الربع سنوية لعام ٢٠٠٢