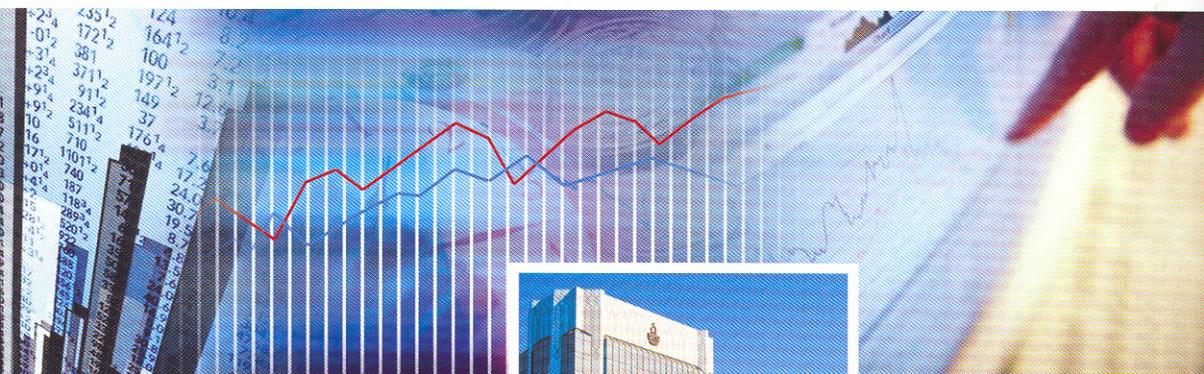




مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية



يونيو 2003



صندوق النقد العربي

مساهمة صندوق النقد العربي
في تطوير الأسواق المالية العربية

يونيو 2003

3	تمهيد
4	تقرير اللجنة الفنية لمجلس محافظي المصارف المركزية
5	برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية
5	المسوحات والدراسات الميدانية
6	الدراسات والندوات
7	قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية
7	الأعراض
8	آلية التعامل
9	النشرة الفصلية عن أداء الأسواق المشاركة
10	النشرة اليومية عن أداء الأسواق المشاركة
11	تقييم الملاءة الائتمانية
12	الشركة العربية لتقييم الملاءة الائتمانية
13	جهود الإصلاح الاقتصادي وتطوير الأسواق المالية العربية
14	تعزيز الدور الرقابي للسوق
15	تعزيز الشفافية والإفصاح
16	تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية
17	تشجيع الاستثمار الأجنبي
18	تعديل الأنظمة الضريبية
18	مكنة أنظمة التداول
19	اتفاقيات التعاون بين البورصات العربية

مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية

تمهيد

حظي موضوع تطوير الأسواق المالية العربية باهتمام خاص في اتفاقية إنشاء الصندوق، إذ نصت في مادتها الرابعة أن من بين الأهداف التي يسعى الصندوق إلى تحقيقها هو تطوير الأسواق المالية العربية، كما نصت المادة الخامسة أن من الوسائل التي يستخدمها الصندوق في تحقيق أغراضه تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء.

وعند إنشاء الصندوق، كانت الجهود العربية المبذولة في هذا المجال تستهدف إنشاء سوق أوراق مالية عربية. ويذكر في هذا الصدد أن الأمانة العامة لجامعة الدول العربية تقدمت إلى المجلس الاقتصادي والاجتماعي بمقترح إنشاء ذلك السوق مدفوعة نحو ذلك بالاهتمام الذي أخذ هذا الموضوع يلقاه إثر ظهور الفوائض المالية لدى الدول العربية المصدرة للنفط وما تبع ذلك من محاولات لإنشاء أسواق أوراق مالية في عدد من الدول العربية لتشجيع انسياب رؤوس الأموال فيما بينها. ووافق المجلس الاقتصادي والاجتماعي في عام 1976 على مقترح الأمانة من حيث المبدأ، ثم كلف المجلس محافظي المصارف المركزية باستكمال الدراسات التي أعدتها الأمانة حول الموضوع والنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق.

تقرير اللجنة الفنية لمجلس محافظي المصارف المركزية

أبرز تقرير اللجنة الفنية التي شكلها مجلس محافظي المصارف المركزية أمرين، الأول هو أن الأسواق المالية في الدول العربية كانت تعاني من الكثير من القصور ومن عدم توفر قنوات الاتصال فيما بينها. أما الأمر الثاني، والذي جاء نتيجة للأمر الأول، فهو محدودية التدفقات المالية على أسس تجارية بين الدول العربية.

وقد كانت الأسواق المالية في الدول العربية، على اختلاف مستويات تطورها واتساعها، تعاني من أوجه قصور عديدة، من أهمها عدم تنوع الأدوات الاستثمارية في أغلب هذه الأسواق بما يتناسب مع احتياجات المتعاملين فيها، وضيق أو انعدام الأسواق الثانوية لتداول الأوراق المالية مما يحد من سيولتها وإقبال المستثمرين على اقتنائها، وتدني مستوى الوعي الاستثماري وقصور الجهود المبذولة لتطوير هذا الوعي، وندرة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية وخاصة مصارف الاستثمار التي تضطلع بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

كما أن مما كانت تعاني منه هذه الأسواق التشريعات المحلية التي غالباً ما كانت تحد من القدرة على تسجيل وتداول الأوراق المالية، بالإضافة إلى المرونة المتدنية في هيكل أسعار الفوائد وعدم وجود أجهزة فعالة للرقابة تضمن حداً أدنى من الإفصاح المالي وتوفير الحماية اللازمة لكسب ثقة المستثمرين.

ونتيجة لتلك العوامل، لم تتوفر قنوات للاتصال فيما بين هذه الأسواق، لفتح مجالات التعامل، وبالتالي تسهيل انسياب التدفقات المالية على أسس تجارية فيما بينها على الرغم من الإمكانيات المتاحة في شكل فوائض في جانب الدول العربية المصدرة للنفط، والطلب المتزايد على التمويل الخارجي في جانب الدول العربية الأخرى.

برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية

سعى الصندوق في بداية عمله للتعرف عن كثب على متطلبات تطوير الأسواق المالية في الدول العربية بحيث يمكن له، في ضوء تطور قدراته الفنية وزيادة معرفته لمتطلبات تطوير هذه الأسواق، وضع برنامج عمل له في هذا المجال. وفي هذا السياق، نظم الصندوق في أوائل عام 1984 مؤتمر "أسواق رأس المال في الدول العربية، واقعها ومجالات تطويرها" بهدف مراجعة وتقييم التطورات الحديثة في هذه الأسواق. وفي ضوء ما انتهى إليه المؤتمر من توصيات، وبناءً على ما تجمع لديه من خبرات ودراسات، بلور الصندوق برنامج عمل في مجال الأسواق المالية تضمن ثلاثة بنود رئيسية، وهي القيام بمسوحات ودراسات ميدانية لأسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء للتعرف على أوضاعها القانونية والمؤسسية، وإنشاء قاعدة معلومات عن أنشطة هذه الأسواق، وتقديم المساعدة الفنية للدول الأعضاء في تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها.

وقد تم التوسع في هذا البرنامج في ضوء احتياجات المراحل المختلفة لتطور ونمو الاقتصادات العربية. فقد أنشأ الصندوق لاحقاً آلية متخصصة لتقديم خدمات تقييم الملاءة الائتمانية وتوسع في تقديم العون المادي والفني للإصلاحات الاقتصادية الكلية بصورة عامة وكذلك الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي في إطار تسهيل التصحيح الهيكلي. وقد استهدف الصندوق العمل من خلال هذا البرنامج على مساعدة الدول العربية في إنشاء وتطوير أسواقها المحلية وفق المعايير الدولية، وبما يحقق درجات متنامية من التوافق في مسار نموها في إطار البيئة الاقتصادية الكلية الأكثر استقراراً وملاءمة لتطور هذه الأسواق.

المسوحات والدراسات الميدانية

استهدفت المسوحات والدراسات التي أجراها الصندوق الوقوف على العوامل التي كانت تحول دون نمو وتطور هذه الأسواق وانفتاحها على بعضها البعض، والنقد باقتراحات

حول الخطوات العملية التي يجب اتخاذها لتذليل تلك المعوقات. وشملت تلك الدراسات الدول التي كان لديها أسواقاً للأوراق المالية قائمة، أو تلك التي كانت تشير أوضاعها إلى احتمال قيام أسواق فيها، وغطت الأوضاع القانونية والمؤسسية المتعلقة بتلك الأسواق. ومن الأمور التي تناولتها الدراسات خصوصيات جانبي العرض والطلب في هذه الأسواق. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن الصندوق أعد دراسات حول عشرة دول عربية شملت الأردن والإمارات والبحرين وتونس والجزائر وعمان وقطر والكويت ومصر والمغرب. وقد تم إرسال الدراسات، التي استمر العمل في إعدادها فترة عامين، إلى السلطات المختصة في كل دولة للاستفادة منها والنظر في وضع التوصيات الواردة فيها موضع التنفيذ في ظل سياساتها الوطنية.

ولقد خلصت تلك الدراسات والمسوحات إلى أن هناك جملة من المعوقات تحول دون تطور هذه الأسواق في الدول الأعضاء والتي يجب العمل على تذليلها، من أهمها قصور الأنظمة التشريعية المنظمة لهذه الأسواق، وضيقها وانعدام الأسواق الثانوية فيها، وهيمنة القطاع العام على النشاط الاقتصادي وضعف دور القطاع الخاص، وقلة عدد الشركات المدرجة فيها، وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية التي توفرها، وندرة المؤسسات التي تقوم بوظيفتي الوساطة المالية وصناع السوق، وعدم توفر الوعي الاستثماري، وأخيراً عدم توفر الاستقرار الاقتصادي في عدد منها.

الدراسات والندوات

في إطار سعيه لزيادة الوعي الاستثماري وتوفير المعلومات الوافية حول أسواق الأوراق المالية العربية وما توفره من إمكانيات للمستثمر المحلي والأجنبي، فإنه وبجانب إنشاء قاعدة البيانات الخاصة بالأسواق المشاركة وإصدار النشرة الفصلية عن أنشطة هذه الأسواق، تضمن برنامج عمل الصندوق إعداد الدراسات وتنظيم الندوات المتخصصة حول أنشطة هذه الأسواق.

وشملت الدراسات أبحاثاً عامة حول أوضاعها وتطورها، ودراسات خاصة تناولت قضايا معينة بغية مساعدة الجهات المعنية على معالجتها، مثل تقييم تجربة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية في تطبيق القواعد الموحدة لتملك وتداول أسهم الشركات، وتقييم دور أسواق الأوراق المالية لدول المجلس في جذب الاستثمارات الأجنبية الخاصة والمعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، ودور أسواق الأوراق المالية والقطاع المصرفي في تمويل القطاع الخاص.

كما نظم الصندوق عدداً من الندوات المتخصصة حول أسواق الأوراق المالية العربية بالتعاون مع المؤسسات العربية والدولية المعنية. وعمل في هذا الإطار على تخصيص أكثر من ندوة من الندوات السنوية المشتركة التي ينظمها بالمشاركة مع الصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي لهذا الموضوع.

وأخيراً، حرص الصندوق على التعاون مع اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية حيث يتمتع بصفة عضو مراقب. وبالإضافة إلى ذلك، انتسب الصندوق إلى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، لمتابعة التطورات على صعيد هذه المنظمة، خاصة فيما يتعلق بجهودها الرامية إلى وضع السياسات والإجراءات لتنظيم أنشطة أسواق الأوراق المالية العالمية والرقابة عليها بما يكفل سلامة التعامل فيها.

قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية

الأغراض

كانت ندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية محلياً أو عالمياً عن أسواق الأوراق المالية العربية هو المبرر الذي دفع بالصندوق لإنشاء هذه القاعدة ليتمكن له من خلالها جمع المعلومات والبيانات الرسمية والموثوقة عن أوضاع ونشاطات هذه الأسواق، ومعالجتها

بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة يتم نشرها بصورة دورية ومنتظمة. وذلك بهدف تحقيق مجموعة من الأهداف من أهمها المساعدة على تنمية الوعي الاستثماري العربي، والإعلام بنشاط أسواق الأوراق المالية العربية وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية وكمجال لاستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعمليات تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام. كما شملت هذه الأهداف ضمان استمرارية النشر وتدفق المعلومات عن أوضاع ونشاط هذه الأسواق بصورة دورية ومنتظمة، وذلك بعد إعدادها على أسس موحدة لتيسير المقارنة بينها مع إجراء التحليلات المالية اللازمة واحتساب المؤشرات التي تبين اتجاهات التداول والأسعار في كل سوق.

وبالإضافة إلى ذلك، شملت أهداف قاعدة البيانات تمكين الصندوق والجهات المهتمة من مسؤولين وخبراء وباحثين من الاستفادة من البيانات المحدثة في إعداد الدراسات المتخصصة والتقارير الدورية عن هذه الأسواق. وأخيراً، فإن من أهدافها المساعدة على تقييم مدى التنسيق والتشابه الذي يحدث في أسواق الأوراق المالية العربية المختلفة على أساس البيانات المجمعة عن أوضاعها ونشاطها بحيث يمكن بحث احتمالات الربط بين كل منها وبين أسواق عربية أخرى مشابهة في أنظمتها ومستوى تطورها. فقاعدة البيانات تساهم في التنسيق التدريجي الذي يؤمل أن يؤدي إلى الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

آلية التعامل

يرتكز عمل قاعدة البيانات على التعاون الوثيق بين الصندوق، حيث يوجد المركز، وأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة. ولذلك، حرص الصندوق على توفير الدعم اللازم لهذه الأسواق في إطار هذا المشروع، حيث عمل على تزويدها بأجهزة الحاسوب

والبرمجيات ذات التقنية الحديثة اللازمة لربطها بمركز قاعدة البيانات لديه، بالإضافة إلى تدريب المختصين فيها، والذين تم اعتمادهم كمراسلين في هذه الأسواق، على المنهجية العلمية والتقنيات الخاصة بجمع البيانات عن أداء الأسواق وإرسالها إلى الصندوق. ولتطوير التعامل مع الأسواق المشاركة في قاعدة البيانات من خلال مواكبة التطورات في التقنية بصورة مستمرة، حرص الصندوق على تحديث الأجهزة والبرمجيات التي يوفرها لهذه الأسواق وعلى توفير التدريب المتواصل للمراسلين لرفع كفاءتهم في استخدام هذه الأجهزة وإطلاعهم على التطورات الحديثة في مجالات عملهم. وقد نظم الصندوق عدداً من الدورات التدريبية المتخصصة لهؤلاء المراسلين.

النشرة الفصلية عن أداء الأسواق المشاركة

استناداً إلى البيانات التي توفرها قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، بدأ الصندوق بإصدار نشرة فصلية حول التطورات في هذه الأسواق تحت عنوان "النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية"، وهي الأولى من نوعها في الدول العربية. وقد صدر العدد الأول من هذه النشرة في شهر أبريل 1995. ويغطي كل عدد من هذه النشرة التطورات في الأسواق المالية المشاركة خلال الربع المعني من العام. وتتضمن النشرة معلومات وبيانات يمكن تقسيمها إلى قسمين، يتعلق الأول بتطورات وأداء السوق، ويتضمن تحليلاً لنشاط السوق النظامي في الدولة المعنية عن طريق مقارنة التغير في حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، وعدد الشركات المدرجة، وإجمالي القيمة السوقية.

وأخذاً بأن قرارات المستثمرين لا تستند فقط على الإلمام بأوضاع الشركات ونشاط التداول، يتضمن القسم الثاني من النشرة تحليلاً للتطورات ذات العلاقة بنشاط السوق في صورة عرض موجز لأوضاع الاقتصاد الكلي وأوضاع المالية العامة والقطاعين النقدي والخارجي مع التطرق إلى آخر المستجدات على الصعيدين التشريعي والمؤسسي.

وبالإضافة إلى ما سبق، تضمنت الأعداد الأولى من النشرة فصلاً خاصاً عن أحد الأسواق المشاركة بقاعدة البيانات تناول نشأته وتطوره وأهدافه. كما أصدر الصندوق عدداً خاصاً استعرض الأطر التشريعية والمؤسسية للأسواق وشروط ومتطلبات الإدراج فيها ونظم الإفصاح والرقابة والتسوية والمقاصة المستخدمة وأنواع الأدوات المالية المتداولة وشروط الاستثمار للأجانب، بالإضافة إلى معلومات عن شركات الوساطة المرخصة وكيفية التعامل معها. وقد استهدف الصندوق من وراء إصدار ذلك العدد بأن يكون بمثابة دليل للمستثمرين في هذه الأسواق. وينطبق هذا التقليد على كل سوق ينضم إلى قاعدة البيانات.

كما تشمل النشرة مؤشر صندوق النقد العربي يتم احتسابه لكل سوق بالإضافة إلى مؤشر السوق المحلي. ولاحتراب المؤشر، يختار النظام المعمول به بيانات لعينة من الشركات المدرجة في السوق المعني تمثل قيمتها السوقية حوالي ثلثي القيمة السوقية لإجمالي الشركات المدرجة في السوق. والجدير ذكره أنه يتم مراعاة عدة معايير عند اختيار العينة، أولها حجم القيمة السوقية للشركات، إذ يُراعى أن تكون العينة منتقاة من أكبر الشركات من حيث القيمة السوقية. أما المعيار الثاني فهو حجم ونشاط التداول لأسهم الشركة، حيث يراعى أن تشمل العينة الشركات الأكثر تداولاً ونشاطاً في السوق. وأخيراً تأخذ العينة في الحسبان جميع القطاعات والفعاليات الاقتصادية المتواجدة في السوق بحيث تتضمن أسهم لشركات من جميع القطاعات مع مراعاة نسبة حجم قطاع معين إلى الحجم الإجمالي للسوق.

وأخيراً، تتضمن النشرة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يتم عند احتسابه دمج جميع أسهم العينات للأسواق المشاركة في عينة واحدة. وتجري مراجعة أسهم العينة لكل سوق بشكل دوري للتأكد من توافر المعايير الثلاثة المذكورة.

النشرة اليومية عن أداء الأسواق المشاركة

منذ العاشر من يونيو 2002، بدأ الصندوق بنشر بعض المؤشرات الأساسية حول الأسواق المالية المشاركة في قاعدة البيانات بصورة يومية على صفحته في شبكة الإنترنت. وتشمل

هذه المؤشرات على وجه الخصوص رسملة البورصات المعنية، وحجم التداول فيها متمثلاً في عدد الأسهم المتداولة، وقيمتها وعدد الصفقات، وعدد الشركات المدرجة، هذا بالإضافة إلى مؤشر الصندوق حول أداء هذه الأسواق.

تقييم الملاءة الائتمانية

أظهرت التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، وكذلك نتائج أعمال الدراسات التي أعدها الصندوق والندوات التي نظمها في هذا المجال، أن من الأمور التي تفتقر إليها هذه الأسواق والتي من شأنها أن تساهم في تعزيزها توفر خدمات تقييم الملاءة الائتمانية.

ويأتي الاهتمام بخدمات تقييم الملاءة الائتمانية في الدول العربية في إطار الجهود المبذولة لتنشيط التداول في أسواق الأوراق المالية وزيادة أنواع الأوراق المالية المتداولة فيها حسب فترات الاستحقاق والجهات المصدرة لها وكذلك توسيع قاعدة المستثمرين في هذه الأوراق. فخدمات التقييم تعمل على معالجة النقص في البيانات المالية للجهات المصدرة لهذه الأوراق وكذلك اختلاف النظم المحاسبية المتبعة. وهي تعنى بتقييم وتصنيف المقترضين ومصدري أدوات الدين حسب قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم عند استحقاقها وبصورة منتظمة.

وتشجع خدمات التقييم على تطور هيكل أسعار الفائدة بحيث تعكس هذه الأسعار مخاطر الائتمان بالاستثمار في أدوات الدين أو الاقتراض المباشر. ويؤدي تطور هيكل أسعار الفائدة على هذا النحو إلى توسيع إصدار الأدوات الاستثمارية المختلفة من الأوراق المالية والبدائل الاستثمارية التي تطابق احتياجات المستثمرين والمقترضين.

وبالإضافة إلى ذلك، فإن تقييمات الملاءة الائتمانية وتصنيف المقترضين على أساسها تعزز من قدرات أجهزة الرقابة الرسمية كالبنوك المركزية وهيئات أسواق المال في عملية الإشراف والرقابة على نشاط المؤسسات المالية، وبذلك تساهم في حماية حقوق المتعاملين والمستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية.

الشركة العربية لتقييم الملاءة الائتمانية

أنشأ الصندوق هذه الشركة من أجل توفير تقييم الملاءة الائتمانية على الأسس العلمية المتعارف عليها دولياً وسد احتياجات أسواق الأوراق المالية في هذا المجال. وقد تم تأسيسها بالمشاركة بين الصندوق ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي ومجموعة (فيتش إيبكا)، وهي إحدى كبريات شركات التقييم في العالم. ولقد تم التوقيع على اتفاقية الشركة في شهر أكتوبر من عام 1995 وتم تأسيسها في شهر مارس من عام 1996.

وإلى جانب المساهمة في توسيع وتعميق أسواق الأوراق المالية المحلية، استهدفت الشركة توفير خدماتها بحيث تسهل مقارنة البدائل الاستثمارية في مختلف الدول العربية باستخدام منهجية موحدة للتقييم، وهي المنهجية الخاصة بمجموعة (فيتش إيبكا)، الشريك الفني، والمعتمدة في كافة المراكز المالية العالمية من قبل السلطات المعنية. وفي هذا السياق، اعتمدت الشركة نظاماً موحداً لتقييم وتصنيف ملاءة الجهات المصدرة للأوراق المالية وأدوات الدين الصادرة عنها والمصارف ومؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية والشركات بما يسمح بالمقارنة بينها على أسس عملية موضوعية ومتسقة، الأمر الذي من شأنه أن المستثمر العربي والأجنبي على حد سواء من وضع استراتيجية استثمار مع الأخذ بعين الاعتبار للبدائل المتوفرة على أساس المخاطر والعوائد المترتبة على الاستثمار فيها.

واستهدفت الشركة إنشاء شركات تابعة لها في الدول العربية بحيث تغطي خدمات هذه الشركات كافة الدول العربية. وفي هذا الإطار تم إنشاء شركة تابعة في تونس، وهي شركة المغرب للتقييم، وشركة تابعة أخرى في مصر تحت اسم شركة النيل لتقييم وتصنيف الأوراق المالية. ومن المتوقع أن يتم تأسيس شركات تابعة أخرى في الدول العربية حيث يتوفر طلب كاف لخدمات التقييم يدعم قيام هذه الشركات على أسس تجارية.

وقد شهد العام 2001 انتقال كامل ملكية الشركة العربية لتقييم الملاحة الائتمانية إلى شركة فينتش التي كانت حصتها قبل ذلك تمثل 60 في المائة من رأس المال، حيث وافق كل من صندوق النقد العربي ومؤسسة التمويل الدولية على الاستجابة لرغبة شركة فينتش في تملك أسهم كل منهما.

وقد قرر مجلس المديرين التنفيذيين في اجتماعه الأخير لعام 2001، أن مساهمة الصندوق في إنشاء الشركة قد حققت أغراضها، وأن ذلك بالإضافة إلى ضمان استمرارية دور الشركة وتطويره في المنطقة وفر الفرصة للملائمة لانسحاب الصندوق من الشركة وبالتالي لبيع حصته فيها.

جهود الإصلاح الاقتصادي وتطوير الأسواق المالية العربية

أدت جهود الإصلاح الاقتصادي في الدول الأعضاء، والتي حرص الصندوق على دعمها ومساندتها، إلى الاقتناع بأهمية الدور الذي يمكن للأسواق المالية العربية أن تلعبه في مسيرة التنمية. وقد أخذ دور هذه الأسواق في توفير الاحتياجات التمويلية يكتسب أهمية متزايدة مع اعتماد أعداد متزايدة من الدول الأعضاء على آلية السوق في تخصيص الموارد، وإفساح مجال أكبر للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، ولجوء السلطات فيها إلى المصادر غير التضخمية لتمويل العجوزات في الموازنات المالية.

وقد شملت مساندة الصندوق لهذه الجهود وضع السياسات الملائمة لتطوير هذه الأسواق في إطار برامج التصحيح الاقتصادي الشامل التي وفر الصندوق الدعم المالي والفني للدول الأعضاء لوضعها وتنفيذها. كما شملت المساندة تقديم المعونة الفنية لبعض هذه الدول من أجل إنشاء وتطوير أسواقها. ومنذ إنشاء تسهيل التصحيح الهيكلي، أصبح تطوير هذه الأسواق يحظى باهتمام أكبر في برامج التصحيح الهيكلي التي يدعمها الصندوق لتطوير القطاع المالي والمصرفي في الدول الأعضاء.

ونتيجة لهذه الجهود، شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطوراً ملحوظاً شمل جوانبها المختلفة بما في ذلك التنظيمية والتشريعية أدت إلى إرساء بنية سليمة لهذه الأسواق يجري تطويرها بصورة متواصلة.

وفي مجملها، استهدفت تلك التطورات زيادة كفاءة الأسواق المالية وتعزيز الدور الرقابي لها وتنشيط التعامل فيها. كما استهدفت تطوير الأنظمة الضريبية وتبسيط الإجراءات الإدارية وتوفير المناخ الملائم لتلبية احتياجات المتعاملين واستحداث أدوات مالية جديدة تهدف إلى إيجاد فرص استثمارية لمختلف فئات المستثمرين، وتحسين سرعة وسهولة ودقة عمليات التداول وتعزيز الشفافية والإفصاح، بالإضافة إلى الارتقاء بكفاءة العاملين في مجال أسواق الأوراق المالية والتشديد على قواعد السلوك المهني. ويمكن إيجاز هذه التطورات بما يلي:

تعزيز الدور الرقابي للسوق

اتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالباً ما يقوم به القطاع الخاص. وفي هذا الجانب، تم في غالبية الدول العربية تنفيذ أحكام قوانين الأوراق المالية الهادفة إلى

إعادة هيكلة السوق، والتي تم بموجبها فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ في نهاية عام 2002 سبعة أسواق، وهي الأسواق في كل من الأردن ومصر وعمان وتونس والمغرب والإمارات والجزائر. أما في بقية الدول العربية، فإن أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معاً الرقابي والتنفيذي.

تعزيز الشفافية والإفصاح

أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماماً كبيراً لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر. فمن جانب السوق، اتسع نطاق التعليمات والمعلومات والبيانات التي أصبح يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها فأصبحت تشمل مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق ومعتمدي المهن بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية. وفي هذا الجانب، تقوم معظم أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار. كما أبرمت معظم هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، منها شركتي رويترز وبلومبيرج. ويلاحظ كذلك توجه هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الإنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها. وقد تضمنت مواقع البورصات العربية على هذه الشبكة معلومات عن التداول، يتم تحديثها بشكل يومي،

بالإضافة إلى معلومات تاريخية تحتوي على سلاسل زمنية لكافة البيانات المتعلقة بنشاط البورصات، وكذلك أهم التشريعات والقوانين المتعلقة بهذه الأسواق.

ومن جانب آخر، أولت هذه الأسواق اهتماماً كبيراً لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة فيها. فبالإضافة إلى التقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من الدول العربية، أصبحت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية تلزم الشركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية.

تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية

اتجه معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة. وبصورة عامة، فإن المستثمر المؤسسي يسعى إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية. أما المستثمر الفرد، من ناحية أخرى، فيهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة. وحيث أن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، فإن من شأن ذلك أن يؤثر سلباً على حركة التعامل في البورصات العربية. وفي هذا الجانب، عملت السلطات في الدول العربية على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركات التأمين بالتعامل في هذه الأسواق. ومن جانب آخر، تسعى البورصات العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار.

وتجدر الإشارة أن صناديق الاستثمار التي قد تم تأسيسها في جميع أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات تعتبر من أنسب الأدوات لحشد المدخرات واجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية. فهي توفر آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر

والعوائد لا يسمح حجم الاستثمار الفردي المباشر تحقيقها. كما تقسح هذه الصناديق للمستثمرين العرب المقيمين في الخارج والمستثمرين الأجانب المجال لتوظيف مدخراتهم في أسواق الأوراق المالية العربية دون الحاجة إلى تواجدهم في المنطقة. وبالإضافة، توفر هذه الصناديق قنوات للمستثمرين الوافدين المقيمين في الدول العربية ومجالاً للدخول إلى أسواق الأوراق المالية المحلية، ذلك أن حق المستثمر في هذه الصناديق يقتصر على حصة في الأوراق المالية التي تستثمر بها موارد الصندوق ونسبة مماثلة من عوائدها.

تشجيع الاستثمار الأجنبي

تم في معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار، هدفت في مجملها، إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق. وفي هذا الإطار، عملت الدول العربية على فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها. ويمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى الدول التي لا تفرض أي قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وتشمل مصر والمغرب والأردن والجزائر ولبنان.

أما المجموعة الثانية فتشمل الدول التي تفرض مثل هذه القيود ولكن بنسب متفاوتة، وهي تونس ودول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. ففي تونس، يسمح للمستثمر الأجنبي بامتلاك ما لا يزيد عن 50 في المائة من أسهم الشركات المدرجة في البورصة. وفي السعودية والكويت، يسمح للأجانب الاستثمار في الأسهم عبر صناديق الاستثمار. وفي الإمارات، يسمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم الإماراتية من خلال صناديق الاستثمار، كما أجاز قانون الشركات للأجانب بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد عن 49 في المائة في حال سمحت الأنظمة الداخلية للشركات بذلك. وفي عُمان، يسمح للأجانب بتملك الأسهم في

الشركات حديثة الإدراج، وتصل نسبة التملك إلى 49 في المائة وإلى 100 في المائة لبعض الشركات. وفي البحرين، يسمح لمواطني مجلس التعاون لدول الخليج العربية بتملك ما نسبته 100 في المائة إن رُوي أن ذلك مصلحة للاقتصاد الوطني. وفي قطر، يسمح لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد عن 25 في المائة من أسهم الشركات المساهمة العامة وذلك بعد موافقة الجمعيات العمومية لهذه الشركات باستثناء شركات البنوك والتأمين.

تعديل الأنظمة الضريبية

توجه العديد من الدول العربية نحو إدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة، بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، من ناحية أخرى. وعملت هذه الدول على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تمتلك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة 10 في المائة. وبالإضافة إلى ذلك، عملت بعض الدول على تعديل الأنظمة الضريبية المتبعة فيها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على إدراج أسهمها في السوق.

مكننة أنظمة التداول

اتخذت معظم أسواق الأوراق المالية العربية خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين. وقد نتج عن ذلك

استحداث أنظمة تداول آلي متطورة في أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة. كما اتجه بعض من هذه الأسواق إلى إدخال خدمة التداول عن بعد، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها هذه الأسواق وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

اتفاقيات التعاون بين البورصات العربية

تمكنت البورصات العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية. وتهدف هذه الاتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين البورصات العربية فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات. كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك. وفي هذا الإطار، استهدفت الاتفاقيات الموقعة بين الأسواق في الكويت والبحرين وعمان، والاتفاقية الموقعة بين سوقي البحرين والأردن، والأخرى الموقعة بين الأسواق في الكويت ولبنان ومصر، ومذكرة التفاهم بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية والاتفاقية الموقعة بين سوق أبوظبي وسوق الخرطوم للأوراق المالية، إلى تنمية آفاق التعاون بين هذه الأسواق وتذليل العقبات أمام انسياب الاستثمارات والأموال فيما بينها. وبالإضافة إلى ذلك، فقد استهدفت مذكرة التفاهم بين سوق البحرين للأوراق المالية وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء إلى تطوير الإجراءات والأنظمة التشريعية التي تحكم التعامل بين السوقيين.

ومن أجل تعزيز الاتجاه التكاملي بين أسواق الأوراق المالية العربية بالعمل على تهيئة الظروف المناسبة للارتقاء باتفاقيات الإدراج المتبادل من وضعها الثنائي والثلاثي إلى

وضع جماعي، فإن ذلك يتطلب إيجاد درجة عالية من التنسيق بين المعايير المحاسبية المتبعة والنظم التشريعية وبصورة خاصة التنسيق في مجال المقاصة والتسويات.

**البيانات الإجمالية لأسواق الأوراق المالية العربية
المشاركة في قاعدة البيانات**

2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
208,858.11	152,230.05	148,158.38	149,150.33	122,872.06	145,562.02	107,766.49	84,619.44	72,536.71	القيمة السوقية (مليون دولار)
1,826.00	1,687.00	1,678.00	1,634.00	1,446.00	1,184.00	1,091.00	1,081.00	1,089.00	عدد الشركات المدرجة
65,400.09	42,687.85	36,538.94	35,594.20	35,536.37	63,894.75	30,529.62	14,988.24	10,513.17	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)
46,086.29	23,522.53	9,073.06	11,865.53	15,837.26	35,856.03	26,621.45	9,590.30	3,150.05	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
31.31	28.04	24.66	23.86	28.92	43.90	28.33	17.71	14.49	معدل الدوران (%)
100.71	101.08	102.21	114.31	104.12	138.45	119.93	108.30	100.00	المؤشر المركب للصندوق

تتضمن البيانات لعامي 1994 و1995 الأسواق المشاركة في القاعدة في كل من الأردن والبحرين وتونس ومسقط والمغرب والكويت، وتتضمن البيانات من عام 1996 حتى 2001 بالإضافة إلى هذه الأسواق كل من السعودية ومصر ولبنان. أما البيانات لعام 2002، فتشمل جميع الأسواق العربية المشاركة في القاعدة بما فيها الأسواق في أبوظبي ودبي وقطر.

**القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية
2002-1994**

(مليون دولار)

2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
20,375.76	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق أبوظبي للأوراق المالية
7,087.03	6,314.16	4,943.16	5,834.74	5,862.66	5,456.15	4,556.42	4,724.17	4,626.50	بورصة عمان
7,716.39	6,601.27	6,624.35	7,160.73	6,771.80	7,825.78	5,019.39	4,706.80	5,129.30	سوق البحرين للأوراق المالية
74,851.38	73,201.35	67,166.04	60,952.94	42,630.63	59,378.32	45,855.75	40,904.00	38,693.33	سوق الأسهم السعودي
35,098.89	26,661.70	19,847.98	19,598.67	18,423.92	27,244.56	20,599.80	14,400.00	10,967.25	سوق الكويت للأوراق المالية
8,564.24	9,030.80	10,875.84	13,701.68	15,610.38	12,248.77	8,554.92	5,970.71	4,446.10	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
2,125.68	2,229.57	2,809.12	2,638.43	2,229.09	2,315.68	3,851.56	3,868.54	2,559.29	بورصة الأوراق المالية بتونس
9,469.52	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق دبي المالي
5,268.05	2,634.37	3,518.13	4,303.14	4,536.72	7,312.51	2,752.81	1,971.02	1,856.12	سوق مسقط للأوراق المالية
10,567.22	-	-	-	-	-	-	-	-	سوق الدوحة للأوراق المالية
1,395.26	1,248.27	1,582.50	1,921.35	2,425.49	2,904.55	2,391.08	-	-	بورصة بيروت
26,338.69	24,308.57	30,791.26	33,038.65	24,381.37	20,875.70	14,184.76	8,074.20	4,258.82	الهيئة العامة لسوق المال بمصر
208,858.11	152,230.05	148,158.38	149,150.33	122,872.06	145,562.02	107,766.49	84,619.44	72,536.71	المجموع

المصدر: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية.

مؤشر صندوق النقد العربي
(بالدولار الأمريكي)

2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
107.20	100	-	-	-	-	-	-	-	سوق أبوظبي للأوراق المالية
111.95	117.93	94.35	116.84	119.50	116.73	109.28	111.52	100.00	بورصة عمان
111.27	97.34	108.50	122.39	123.02	137.02	95.90	90.80	100.00	سوق البحرين للأوراق المالية
132.96	129.68	128.44	119.48	90.70	136.37	112.77	100.00	-	سوق الأسهم السعودي
157.92	133.94	101.97	95.48	96.61	156.83	146.97	117.51	100.00	سوق الكويت للأوراق المالية
128.34	128.58	155.75	207.04	225.62	181.69	143.62	109.39	100.00	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
26.57	28.32	38.45	39.28	36.93	42.84	90.90	107.37	100.00	بورصة الأوراق المالية بتونس
120.92	100	-	-	-	-	-	-	-	سوق دبي المالي
84.15	64.22	88.76	111.66	115.26	264.71	127.22	103.54	100.00	سوق مسقط للأوراق المالية
135.29	100	-	-	-	-	-	-	-	سوق الدوحة للأوراق المالية
36.37	34.46	49.14	61.24	78.41	97.86	80.90	100.00	-	بورصة بيروت
36.02	35.78	54.07	99.67	93.27	125.59	115.92	100.00	-	الهيئة العامة لسوق المال بمصر
100.71	101.08	102.21	114.31	104.12	138.45	119.93	108.30	100.00	المؤشر المركب

المصدر: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية.

للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي
يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818

أبوظبي - الإمارات العربية المتحدة

هاتف رقم: 6215000 (+9712)

فاكس رقم: 6326454 (+9712)

البريد الإلكتروني: centralmail@amfad.org.ae

موقع الصندوق على الإنترنت: <http://www.amf.org.ae>

صدر عن صندوق النقد العربي الكتيبات التعريفية التالية:

- صندوق النقد العربي - نشأته وأهدافه ونشاطاته.
- صندوق النقد العربي - النشاط الإقراضي.
- صندوق النقد العربي - المعونة الفنية.
- معهد السياسات الاقتصادية - الأهداف والنشاطات.
- اللجنة العربية للرقابة المصرفية - نشأتها وأغراضها.