

تطور الدور التمويلي للأسواق المالية في الدول العربية

د.بو عبد الله علي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة المسيلة

ملخص:

في ظل التطور الكبير الذي تعرفه الأسواق المالية، خاصة في الدول المتقدمة والدول الناشئة، ودورها الكبير في تمويل اقتصادياتها، من خلال الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات، وأيضا الصكوك المالية الإسلامية خاصة عقب الأزمة المالية العالمية 2008، بالإضافة إلى الدور الذي تلعبه في دعم الاقتصاد وتعبئة الادخار، أما الدول العربية تبقى بعيدة كل البعد عن ذلك، واهتمامها الأكبر هو تطوير الجهاز المصرفي الذي يبقى الممول الأول لاقتصادياتها، ولكنها تحاول تطوير أسواقها المالية وتنويع مصادر تمويل اقتصادياتها، ومن خلال هذا الدراسة قمنا بتوضيح أهمية التمويل عن طريق الأسواق المالية في الدول العربية.

وتم صياغة الإشكالية في التساؤل التالي:

ما أهمية الأسواق المالية في تمويل اقتصاديات الدول العربية؟

وللإجابة على هذا التساؤل ستنحصر هذه الدراسة حول:

أولا: طرق تمويل الاقتصاد.

ثانيا: أهمية الأسواق المالية في تمويل اقتصاديات الدول العربية.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، التمويل المباشر، صكوك إسلامية، الوساطة المالية.

Résumé:

À la lumière du grand développement que vous connaissez les marchés financiers, en particulier dans les pays développés et émergents, et son rôle important dans le financement de leurs économies, À travers les émissions primaire d'actions et d'obligations et aussi des instruments financiers islamiques en particulier après la crise financière mondiale en 2008, En plus du rôle qu'elle joue pour appui l'économie et de la mobilisation de l'épargne, alors que les pays arabes restent loin de là, Le plus grand intérêt est le développement du système bancaire, qui reste le premier financeur de leurs économies, mais ils essaient de développer leurs marchés financiers et diversifier les sources de financement des leurs économies , Grâce à cette étude, nous clarifions l'importance du financement sur les marchés financiers dans les pays arabes..

Mots-clés: Les marchés financiers, le financement direct, obligations islamiques, intermédiation financière.

مقدمة:

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل المجالات الاقتصادية خاصة الصناعية، إلى ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، حيث حظيت باهتمام بالغ على جميع المستويات، وذلك نظرا لما تقدمه من دور مهم في تحقيق النمو الأمثل. وأحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي الأسواق المالية، خاصة أن كل الدول في العالم توجهت إلى اقتصاد السوق (النظام الرأسمالي)، ومن اكبر الأمثلة روسيا والصين، فتطور الأسواق المالية من حيث الأداء، سينعكس ذلك ايجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، ويتم ذلك من خلال الجمع بين المدخرين والجهات التي تقوم باستثمار الأموال، ولذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول خاصة المتقدمة منها.

والدول العربية من بين الدول التي تبنت النظام الرأسمالي، وقامت معظمها بإنشاء أسواق رأس المال خاصة بها.

ومن خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية في التساؤل التالي:

ما أهمية الأسواق المالية في تمويل الاقتصاد في الدول العربية؟

وقصد الإجابة على الإشكالية وضعنا الفرضية التالية:

- نصيب الأسواق المالية في تمويل الاقتصاد في تطور وأصبح أكثر أهمية من التمويل المصرفي التقليدي في الدول العربية.
- ولاختبار فرضية الدراسة قسمنا هذه الدراسة إلى:
- أولا: طرق تمويل الاقتصاد.

ثانيا: أهمية الأسواق المالية في تمويل اقتصاديات الدول العربية.

أولا: طرق تمويل الاقتصاد:

تحتاج الأطراف المكونة للاقتصاد (الأعوان الاقتصاديين الماليين وغير الماليين) لتسيير نشاطها إلى انتقال رؤوس الأموال فيما بينها، فهناك أطراف لها حاجة للتمويل لتغطية عجزهم، وأما أطراف أخرى فتتكون لديهم فوائض من خلال زيادة إيراداتهم بالمقارنة بنفقاتهم، وبالتالي يمكن استخدامها من طرف أصحاب الحاجة للتمويل، ويتداخل هذه الأطراف تتكون طرق لتمويل الاقتصاد وهي كالآتي:

1- التمويل المباشر:**أ- المفهوم:**

يتم التعامل مباشرة بين المقرضين والمقترضين دون وساطة طرف آخر، إذ يتحصل المقرض على موارد مالية مقابل إصداره أصول مالية مباشرة لصالح المقرض،¹ وهذا النوع من التمويل يعبر عن وجود علاقة مباشرة بين طرفي التمويل، ولهذا يسمى بالتمويل الأولي.

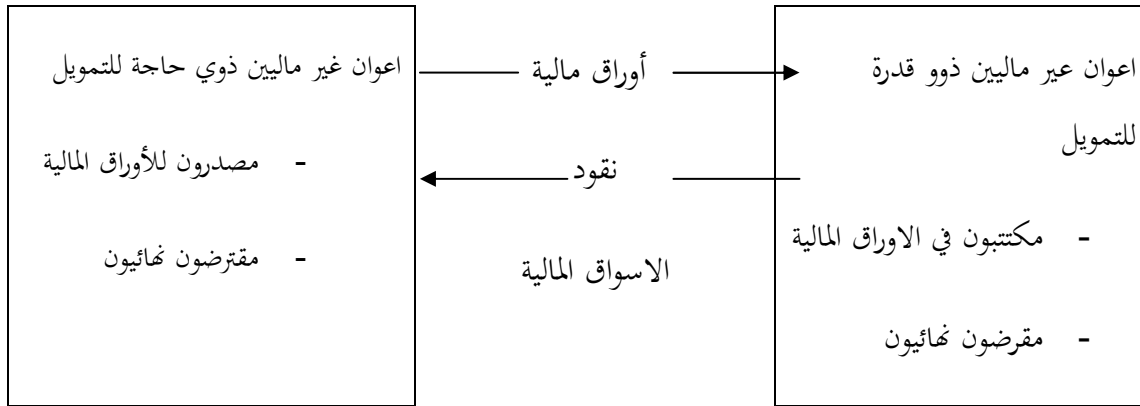
ويتحقق التمويل المباشر من خلال أصول مالية أولية مباشرة، والتي هي عبارة عن إصدارات تقوم بإصدارها الوحدات ذات العجز، ومنها الأسهم والسندات، والتي تصدرها المشروعات للحصول على فوائد المدخرين، وذلك بهدف حصول هذه المشروعات على الأموال التي تحتاجها.²

وتعتبر الأسواق المالية المكان المناسب لهذا التمويل، عن طريق آلية وساطة السوق، والتي تتم عن طريق السمسرة أو صناع السوق، وتساهم هذه الأسواق في زيادة الإنتاج ورفع الكفاءة الاقتصادية، وذلك لأهمية دورها في التمويل المباشر من خلال تحويل الأموال من الأفراد غير المنتجين (المدخرين) إلى الأفراد المنتجين (المستثمرين).

ب- دائرة التمويل المباشر:

كما رأينا سابقا في المفهوم، تنشئ آلية التمويل المباشر علاقات مباشرة بين الأعوان الاقتصاديين ذوي القدرة والأعوان ذوي الحاجة للتمويل، وهذا ضمن إطار الأسواق المالية المنظمة أو من خلال العمليات التي تتم بالتراضي والمنفذة خارج تلك الأسواق، والشكل التالي يبين دائرة التمويل.

الشكل رقم (01): دائرة التمويل المباشر



Source: Gilbert Koenig, Analise Monétaire et financière, édition économique, Paris, 2000, p25.

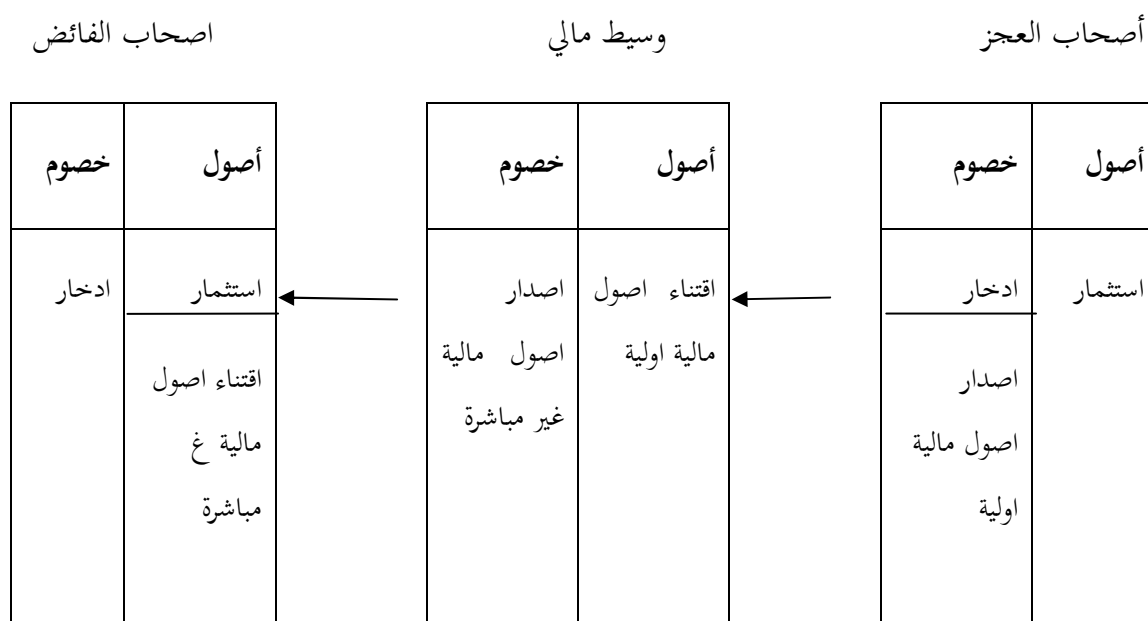
يمثل المخطط تدفقات الأوراق المالية والموارد النقدية بين المقرضين النهائيين الذين لديهم قدرة على التمويل المباشر وقيام الوحدات ذات العجز بإصدار حقوق مالية على نفسها في شكل أسهم وسندات، وتبيعها إلى الوحدات ذات الفائض، وبالطبع تكون الأصول المالية في هذه الحالة أصولا مباشرة أو أولية لان الذي يصدرها هو المقرض النهائي.³

ويتحقق التمويل المباشر بالتراضي، بالالتقاء المباشر بين الأعوان أصحاب العجز في التمويل، البائعين لأوراق أولية للحصول على موارد نقدية، والأعوان أصحاب القدرة على التمويل، باقتنائهم هذه الأوراق (تدفق مباشر للأوراق المالية) مقابل نقد (تدفق مباشر للموارد النقدية). ولكن أساس هذا التمويل يتم في إطار الأسواق المالية المنظمة على صعيد مؤسسي، حيث يفترض أن تكون الوظيفة الأولى للأسواق المالية، المساهمة في تمويل النشاط الاقتصادي وخدمة النمو الاقتصادي، وذلك بتنظيم التقاء عروض وطلبات التمويل.⁴

2- التمويل غير المباشر:

في إطار هذا التمويل يقوم الوسيط إما بمنح قروض أو اقتناء أوراق أولية (شراء أصول مالية قابلة للتداول)، ويصدر في المقابل أوراق ثانوية يتم تحويلها إلى أعوان ذوي الفائض.⁵ وبشكل عام ومن خلال التعريف يشكل الوسطاء الماليون القلب النابض لآلية التمويل غير المباشر، وذلك بقيامهم بإقراض ما اقترضوه من الوحدات ذات الفائض، ومن خلال تسويق أنواع متعددة من الأوراق المالية الثانوية المباشرة أو غير المباشرة، سواء كان هذا الوسيط المالي مؤسسة بنكية أو غير بنكية، فإن دورها يتمثل في جمع الفوائض النقدية من الوحدات ذات الفائض ثم تقرر للوحدات ذات العجز، وهذا ما تبينه دائرة التمويل في الشكل الموالي.

الشكل رقم (02): دائرة التمويل غير المباشر



Source : Jean-Pierre All et Berard Courbis, Monnaie et Financement, vuibert, Paris, 2000, p26.

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن التمويل المباشر لا يعتمد على الوسيط المالي، لهذا العملية تسمى في هذه الحالة باللاوساطة أو بمصطلح أدق وساطة السوق (الوساطة المحايدة)، أي أن الوسيط (السمسار أو صانع السوق) لا تتأثر ميزانيته من خلال عملية الوساطة، أما التمويل غير المباشر فقلبه النابض هو الوسيط المالي، وفي هذه الحالة الوسيط تتأثر ميزانيته عند قيامه بهذه الوساطة، لهذا تسمى بوساطة الميزانية، لهذا التمويل المباشر يكون عن طريق الأسواق المالية، أما التمويل غير المباشر فيتم في القطر المصرفي.

3- خصائص نموذجي اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية:

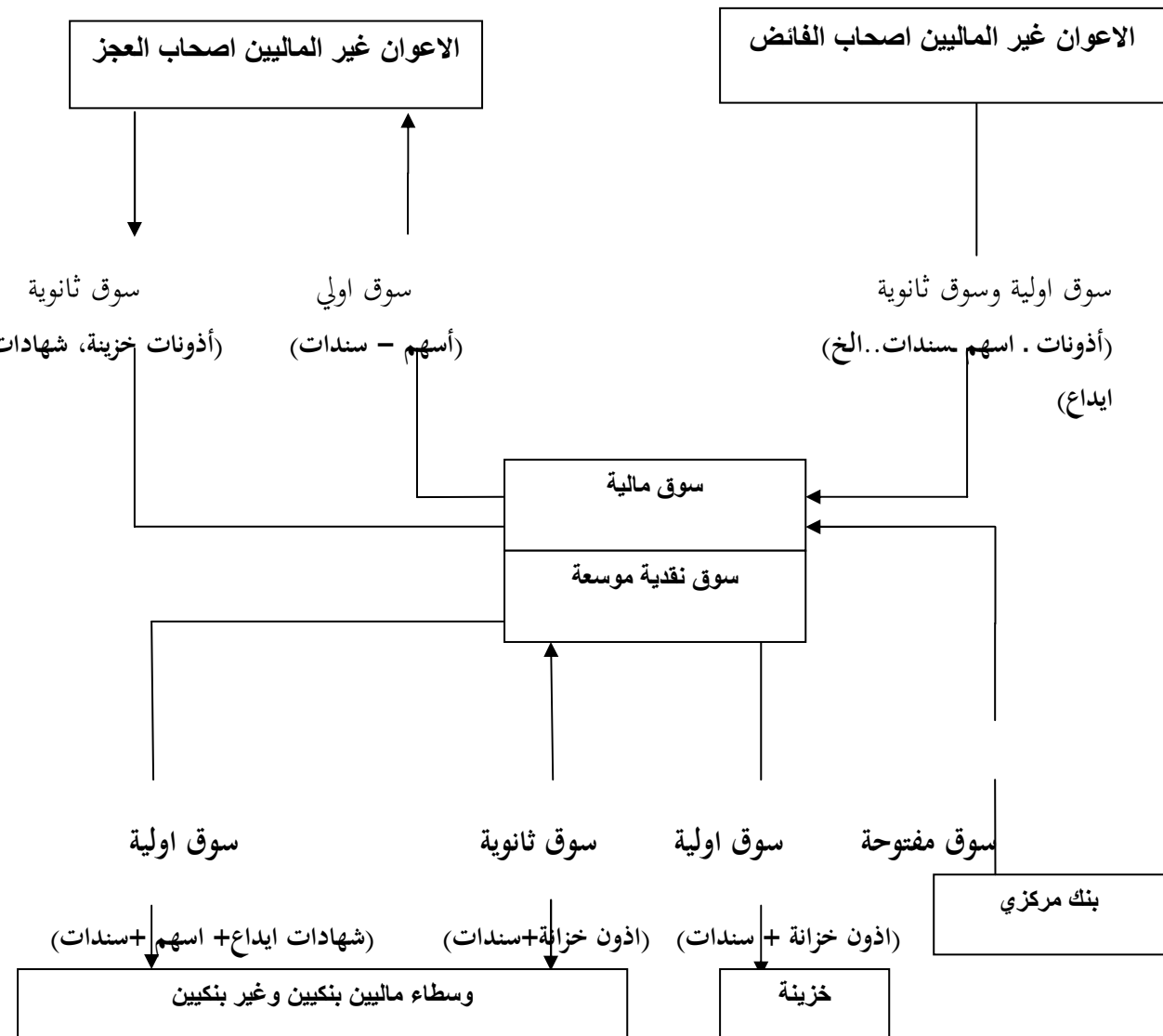
ومن خلال تعرفنا على طرق التمويل نستطيع التمييز بين اقتصاد المديونية الذي يعتمد على التمويل المصرفي التقليدي، واقتصاد الأسواق المالية الذي يعتمد على التمويل من خلال الأسواق المالية.

أ- خصائص نموذج اقتصاد الأسواق المالية:

ويكون الحصول على النقود والسيولة في هذا الاقتصاد من خلال بيع وشراء الأصول المالية في الأسواق النقدية الموسعة والسوق المالية، واهم خصائصه ما يلي:

- التمويل المهيمن هو التمويل المباشر.
- يؤمن الضبط النقدي من طرف البنك المركزي من خلال التدخل في السوق النقدية بعمليات السوق المفتوحة.
- الأوراق المالية القابلة للتداول مشكلة أساسا من الدين العام (سندات الخزينة).⁶
- إصدار النقود هو أساسا نتيجة عامل خارجي (مقابلات الكتلة النقدية هي الدين العم والعملات الأجنبية والذهب).⁷
- بنك المركزي يتدخل في السوق النقدية من اجل بيع وشراء الأوراق.

الشكل رقم (03): نموذج اقتصاد الأسواق المالية.



Source: Jean Francois Gous, Macroéconomie Monétaire et Financier, 4^{ème} édition, revue et augmentée, édition economica, Paris, 2008 , p138.

وتعني الأسهم في هذا الشكل اتجاه تدفق النقود، حيث نلاحظ بشكل جلي أن الأسواق المالية (السوق النقدية الموسعة والسوق المالية) تؤمن التمويل والسيولة وليست الوساطة المالية.

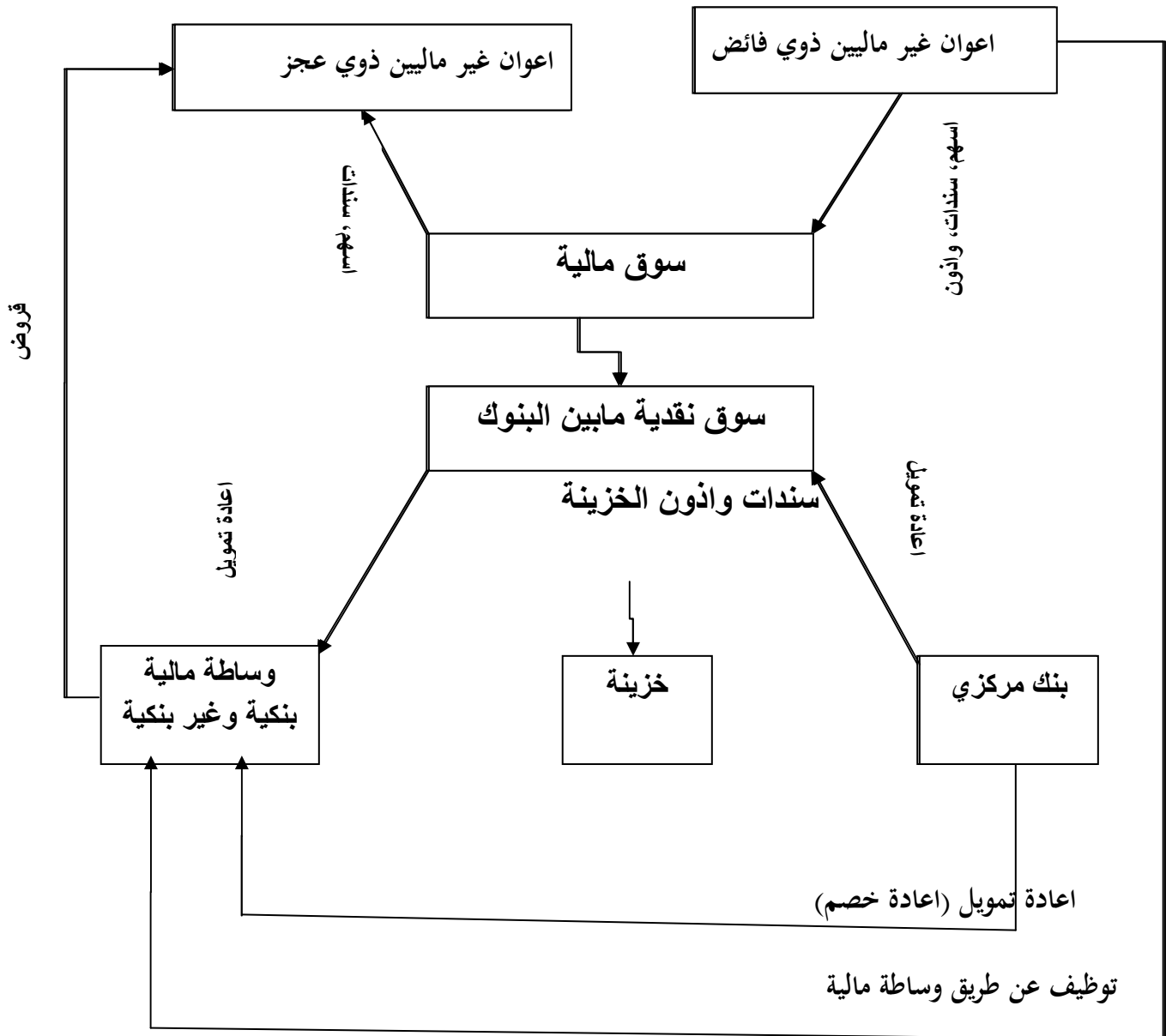
ب- نموذج اقتصاد المديونية:

في حالة اقتصاد المديونية، الحصول على النقد يتم عن طريق الاقتراض من البنوك وإعادة التمويل من البنك المركزي، هذه الأخيرة تتم عن طريق إعادة الخصم أو من خلال التدخلات السوق النقدية (سوق ما بين البنوك).

واهم خصائص هذا النموذج هي:⁸

- التمويل الغالب هو التمويل غير المباشر.
- مديونية الخزينة ضعيفة.
- الضبط النقدي لا يؤمن إلا بشكل ضيق من خلال السوق النقدية (سوق ما بين البنوك).
- يتدخل البنك المركزي في السوق النقدية تحديدا لتأمين السيولة في النظام البنكي (إعادة التمويل).
- إصدار النقود هو أساسا هو عامل داخلي (مقابلات الكتلة النقدية الغالب عليها هو القروض المقدمة للاقتصاد).

الشكل رقم (04): نموذج اقتصاد المديونية.



Source: Jean Francois Gous, opcit, p139.

ويظهر المخطط أعلاه أن التمويل يضمه بشكل كبير مؤسسات الوساطة المالية، أما السوق المالية والسوق النقدية هما ضيقتان، فالأولى تساهم مساهمة قليلة جداً، أما الثانية تساهم فقط في إعادة تجديد سيولة الجهاز المصرفي.

ومن خلال خصائص كل من اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية يمكن التفرقة بينهما من النقاط التالية:

- في اقتصاد الأسواق المالية العلاقة بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض تكون مباشرة أي عن طريق التمويل المباشر، أما اقتصاد المديونية يغلب عليه التمويل غير المباشر، هذا الأخير يساهم فيه الوسطاء الماليين البنكيين وغير البنكيين.
- يحدد سعر الفائدة في اقتصاد الأسواق المالية عن طريق السوق (العرض والطلب)، أما في اقتصاد المديونية فهي شبه ثابتة، وتحدد بطريقة إدارية ومركزية من طرف السلطات النقدية.
- في الأخير يجب معرفة أو فهم السببية بين الكتلة النقدية والقاعدة النقدية بالنسبة للبنك المركزي، حسب نوع الاقتصاد.

ففي اقتصاد الأسواق المالية، يقوم الوسطاء الماليون بالافتراض من البنك المركزي، إذا كانوا يملكون قاعدة نقدية، أي أن القاعدة النقدية هي التي تحدد الكتلة النقدية.

أما في اقتصاد المديونية فالوسطاء الماليين يحصلون على النقود بسهولة عندما يكونون في حالة عجز من البنك المركزي (إعادة تمويل) أي أن الكتلة النقدية هي التي تحدد القاعدة النقدية.⁹ ولهذا في ظل اقتصاد المديونية يعتبر البنك المركزي المقرض الأخير، وهو مجبر ومن اختصاصه، أما في اقتصاد الأسواق المالية، البنك المركزي يعد الملجأ الأخير للإقراض غير مجبر، بحيث لا يتدخل إلا إذا كانت استمرارية النظام المصرفي مهددة.

ثانياً - أهمية أسواق الأوراق المالية في تمويل اقتصاديات الدول العربية:

1- نشأة أسواق الأوراق المالية العربية وتطورها:

تنقسم سوق الأوراق المالية في غالب الأحيان إلى أسواق أولية (سوق الإصدار) وأسواق ثانوية (سوق التداول)، فالأولى تعتبر سوق للتمويل، حيث تتم فيه إصدار الأصول المالية لأول مرة، أما الثانية تمثل سوق السيولة أي تتم فيها تداول الأصول المالية تم إصدارها في الأسواق الأولية، فهما متكاملتان أي على بعضهما البعض، وفي بحثنا هذا ركزنا على سوق الإصدار لأنه يعبر سوق التمويل المباشر، ومقارنته بالتمويل المصرفي التقليدي في الدول العربية التي تطورت أسواقها المالية خاصة في العقدين الأخيرين.

1- نشأة أسواق الأوراق المالية العربية:

• نشأة اسواق الأوراق المالية في الخليج العربي:

- سوق الأسهم السعودي:

يمكن تحديد بداية ظهور هذا السوق في نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ، حيث نشأ في بادئ الأمر سوق غير رسمي للأسهم، ونظرا لعدم وجود أسس سليمة للتعامل في هذا السوق وظهور بعض الممارسات غير القانونية اثر على تحديد أسعار الأسهم، فتم إصدار مرسوم رقم 8/1250 ينظم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، واعتبارا من سنة 1984، بدأت مرحلة جديدة نحو وضع يحكمه تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم، ثم تشكيل هيكل السوق المالية السعودية.

- سوق الأوراق المالية الكويتي:

يعتبر بنك الكويت الوطني أول شركة مساهمة عامة يتم إنشاءها 1952، حيث تم طرح أسهم للاكتتاب ثم توالى بعده تأسيس شركات المساهمة الكويتية، وكان في بداية الأمر يتم التعامل من الوسطاء حتى عام 1960، ثم صدر أول قانون لتنظيم تداول الأوراق المالية في الكويت عام 1962، وفي الفترة 1973-1976 تميزت بتعرض تداول الأوراق المالية الى المضاربة، فارتفعت الأسعار إلى مستوى كبير، لهذا في عام 1977 تم افتتاح بورصة الأوراق المالية في الكويت، لتصحيح الوضع.¹⁰

- سوق البحرين للأوراق المالية:

كانت البداية في الستينات والسبعينات، وذلك بتأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المختلفة الأعمال، وفي الثمانينات بقي السوق غير رسمي، ويحمل اسم سوق اللؤلؤة ولكنه عجز عن تنظيم السوق من خلال إظهار القيمة الحقيقية للأسهم وعدم منح المتعاملين في السوق الثقة اللازمة في التعامل داخل السوق، ولأجل ذلك تم تأسيس سوق البحرين الرسمي عام 1987، وبدأ التداول فعليا في 17 جوان 1989.¹¹

- سوق الإمارات العربية المتحدة للأوراق المالية والسلع:

لقد قام غرف التجارة والصناعة عام 1982 بمحاولة تأسيس بورصة للأوراق المالية ولكنها فشلت بسبب تأثيرات أزمة المناخ في الكويت، ودخول الاقتصاد في حالة ركود، ولكن عام 1995 تم استئناف تأسيس شركات المساهمة بعد انقطاع دام أكثر من عشر سنوات، حيث وصلت الى 46 شركة، وعلى الرغم من عدم وجود سوق رسمي في هذه الفترة إلا أن هذا السوق من الأسواق الكبيرة بالمقارنة مع الأسواق العربية الأخرى، حيث كان يحتل المرتبة الثانية بعد سوق الأسهم السعودي، ولهذا أصبح تنظيمه ضرورة حتمية، فصدر قانون اتحادي رقم 4 سنة 2000 لنشأة هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وبعدها تم افتتاح سوق دبي المالي في 26 مارس 2000، وفي 13 ماي 2000 صدر قانون رقم 3 سنة 2000 لإنشاء سوق أبو ظبي.¹²

- سوق مسقط للأوراق المالية:

في عام 1976 تم إنشاء أول شركة مساهمة عمانية طرحت أسهمها للاكتتاب، كان بداية الطريق لإنشاء بورصة مسقط، وقد تطور عدد هذه الشركات إلى 73 شركة، ورغم صدور التشريعات الاقتصادية والمالية، وتطورها من وقت إلى آخر، فقد ظل سوق إصدار وتداول الأسهم والسندات العمانية، يعمل بصورة غير منظمة.

ولكن بازدياد عدد الشركات المساهمة والوعي الاستثماري ظهرت الحاجة لتنظيم السوق، فصدر مرسوم سلطاني رقم 88/53 بتاريخ 1988/06/29، الذي أنشأ سوق مسقط للأوراق المالية، وبعد استكملت كافة الإجراءات اللازمة باشر السوق عمله في 20 ماي 1989.

- سوق الدوحة للأوراق المالية:

يعد عام 1957 بداية الانطلاق في تأسيس الشركات المساهمة العامة، تبعه تأسيس العديد منها والبنوك العامة، ولكن في غياب سوق منظمة، وكان يتم التعامل من خلال شركات الوساطة، ولهذا صدر القانون رقم 14 سنة 1995 والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، وبأشر هذا السوق عمله في 26 ماي 1997.¹³

• نشأة أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي:

- سوق الأوراق المالية في تونس:

ويرجع تاريخ إنشاء بورصة الأوراق المالية في تونس إلى سنة 1969، وبقيت هذه البورصة تلعب دورا هامشيا، حيث كان ينظر إليها أنها عبارة عن مكتب لتسجيل المعاملات على الأوراق المالية، ولم تكن بديلا عن التمويل البنكي السائد في تلك الفترة، ولكن مع سنة 1986، قامت تونس بإجراء إصلاحات اقتصادية ومالية، شملت البورصة أدت إلى خلق إطار قانوني ومؤسسي حديث يمكن البورصة من تحقيق أهدافها.

- بورصة الجزائر:

أدت الأزمة الاقتصادية التي عرفت الجزائر خلال فترة الثمانينات إلى قيام الجزائر بإصلاحات شاملة، خاصة المتعلقة بالمنظومة المالية، وكان أهمها المتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة.

وتم تحويل الشركات العامة إلى شركات أسهم، وبالتالي أصبح من الضروري إنشاء سوق للأوراق المالية، ولهذا اتخذت السلطات العمومية الجزائرية التدابير اللازمة التي تتعلق بالإطار القانوني والمؤسسي، فتم تدشين بورصة الجزائر رسميا في 04 أوت 1999.

- سوق الأوراق المالية في المغرب:

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929، وبمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات التبادل، وبسبب عدم قدرة هذا السوق على جذب المدخرين، تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967، أصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة به تخضع لتنظيم قانوني وتقني، ولكن في سنة 1993 صدر مرسوم ملكي استجابة للمتطلبات الاقتصادية الجديدة، تم بموجبه أصبحت بورصة الدار البيضاء سوقا منظمة عمومية تم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب.¹⁴

- البورصة المصرية:

إن بورصات الأوراق المالية في مصر، تعد من أقدم البورصات على مستوى العالم، فمنذ أن تكونت أولى شركات المساهمة المصرية عام 1750، بدأ التفكير في مزولة نشاط البورصة، ففي عام 1883 تم إنشاء بورصة الإسكندرية، تبعثها بورصة القاهرة في عام 1890، ولكن أغلقت هذه الأخيرة بسبب الكساد، ومع حلول عام 1903 تم تأسيس بورصة القاهرة من جديد، وفيما بعد جمعت البورستان في كيان واحد حيث سميت بالبورصة المصرية.¹⁵

• أسواق الأوراق المالية في دول الشام:

- سوق الأوراق المالية في الأردن:

بدأ تأسيس عمان المالي مع تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة، ثم تلاه تأسيس العديد من شركات المساهمة، وكان التداول يتم عبر أماكن متعددة وغير متخصصة، الأمر الذي أدى بالحكومة إلى التفكير بإنشاء سوق نظامية، وقد كان ذلك فعلا، حيث تم تأسيس سوق عمان المالي سنة 1976.

- سوق الأوراق المالية في بيروت:

أنشأت بورصة بيروت بموجب القرار رقم 1509 الصادر بتاريخ 1920/07/03، واقتصر نشاطها عند نشأتها على التعامل بالذهب والعملات الأجنبية، إلى أن ظهرت شركات المساهمة اللبنانية في الثلاثينيات من القرن الماضي، وبسبب اندلاع الحرب الأهلية تم إغلاق البورصة لمدة ثلاثة عشر عاما، حيث أعيد افتتاحها عام 1996، حيث تم وضع نظام جديد لعمل البورصة في بيروت.

- سوق الأوراق المالية في فلسطين:

تأسس سوق فلسطين للأوراق المالية بمبادرة شركة فلسطين للتنمية وللاستثمار، وفي يوليو 1995 تم إنشاء سوق فلسطيني للأوراق المالية في نابلس، وبدأ الافتتاح الرسمي للسوق في 1997/02/18.

ب- تطور أسواق الأوراق المالية خلال الفترة 1999-2013.

أقدمت البورصات العربية على تنفيذ إصلاحات كان أهم نتائجها ما يلي:¹⁶

- **الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد والتداول في البورصة:** حيث تم استحداث ثلاث مؤسسات تتكون منها سوق الأوراق المالية وهي هيئة الرقابة والاستشراف مهمتها تنظيم ترخيص ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية داخل السوق، أما الجهاز الثاني فهو البورصة تتم فيه عمليات التداول من بيع وشراء الأوراق المالية، والجهاز الثالث يتمثل في جهاز مركزي مهمته نقل وإثبات الأوراق المالية وحفظها.
- **تنظيم مهنة الوساطة:** حيث مع الإصلاحات، نصت التشريعات على أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، ووضعت الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات حيث تم الفصل بين مهنة الوساطة في البورصة والنشاط المصرفي الذي تمارسه البنوك.
- **تطوير نظام التداول:** حولت البورصات العربية بعد الإصلاحات التي شهدتها نظام التداول اليدوي إلى تداول الكتروني، وتسود البورصات العربية حاليا أنظمة وأجهزة كفؤة للتسوية، وهذا سيزيد من السرعة والشفافية وسهولة التعامل، مما يعزز من ثقة المستثمرين في السوق.
- **تحديد واضح لدور البورصة:** حيث هدفت هذه الإصلاحات إلى تأكيد الوظيفة الأساسية للبورصة من كونها آلية لتعبئة الإدخارات الوطنية، وتوظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة.
- **استحداث الأوراق المالية للتداول في أسواق الأوراق المالية العربية:** حيث تم إدخال أدوات جديدة في البورصات العربية من أهمها سندات التوريق، وأيضا الصكوك الإسلامية، ولكن تبقى غير كافية حيث لحد الآن من أهم معوقات الاستثمار في البورصات العربية هي نقص المعروض من الأوراق المالية وعدم تنوعها.
- **الإفصاح وتوافر المعلومات:** أعطت القوانين المنظمة لعمل أسواق الأوراق المالية العربية أهمية كبيرة للإفصاح عن المعلومات، باعتباره عامل مهم في تحقيق الشفافية في السوق، وكانت أهم هذه المتطلبات الإفصاح ونشر القوائم المالية للشركات المدرجة على أسس معايير المحاسبة الدولية.
- **الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية:** أتاح العديد من البورصات العربية للمستثمر الأجنبي، سهولة الاستثمار فيها، من خلال تحريرها الكامل (مثل مصر والمغرب) وبدون أية قيود على حركة رؤوس الأموال والعملة، أما بالدول المتبقية صحيح انها سمحت للمستثمرين الأجانب بالدخول إليها ولكن بنسب متفاوتة أي وضعت بعض القيود والشروط، ومع هذا تبقى مساهمة الأجانب في البورصات العربية ضعيفة بالمقارنة مع البورصات الناشئة كدول جنوب شرق آسيا، فمثلا في سنة 2010 نسب مساهمة الأجانب من إجمالي القيمة السوقية لأسواق رأس المال العربية تراوحت بين 8.4 % بالنسبة للكويت ونحو 50 % بالنسبة لسوق عمان المالي بالأردن.¹⁷

ورغم هذه الإصلاحات، إلا أنها تبقى غير كافية، فمعظمها حبر على ورق، خاصة مع الأوضاع التي تمر بها البلدان العربية في هذه الفترة بالذات، فمثلا أهم معوقات الاستثمار في البورصات العربية نجد:

- عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة وقلة المعروض منها.
- ضيق سوق السندات والصكوك.
- عدم التزام الشركات المدرجة بمعايير الإفصاح.
- انخفاض الطلب على الأوراق المالية.
- عدم كفاية الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

2- تطور حجم الإصدارات الأولية في أسواق الأوراق المالية العربية:

سنحاول في هذا الفرع القيام بمقارنة بين نصيب أسواق الأوراق المالية العربية من التمويل مع نصيب الجهاز المصرفي في ذلك.

أ- تطور التمويل المصرفي في الدول العربية:

حاولت الجهات الرقابية والإشرافية في الدول العربية في العقدين الأخيرين، تطوير القطاع المصرفي ليتماشى مع المستجدات العالمية، حيث وباختصار ركزت جهودها لمتابعة تطبيق معايير بازل الجديدة 1 و2، خاصة المتعلقة بمخاطر السيولة ونظم وقواعد الحوكمة، كما اهتمت أيضا بتطوير البنية التحتية للقطاع، وتعزيز الشفافية في العمل المصرفي، وتطوير منظومة القرارات والإجراءات المتبعة بما ينسجم مع التطورات الدولية، والمساهمة في تعزيز السلامة وكفاءة القطاع المالي والمصرفي. والجدول التالي يبين تطور التمويل المصرفي في الدول العربية.

الجدول رقم(01): تطور التمويل المصرفي في الدول العربية في الفترة 2006-2013.

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
إجمالي الائتمان المقدم للدول العربية (بالمليار دولار)	677.70	851.14	1125.76	1181.73	1260.73	1400.62	1459.97	1601.61
نسبة التغير من إجمالي الائتمان *	-	25.6	32.26	4.9	6.6	11.10	4.2	9.7
إجمالي الائتمان كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية *	52.5	57.8	58.3	69.55	62.5	57.9	54.8	58.2

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد لسنوات 2008، 2010، 2012، 2013.

* -من إعداد الباحث.

يلاحظ من خلال الجدول رقم(01)، نمو النشاط الإقراضي في الدول العربية خاصة في سنوات 2006 إلى 2008، حيث وصلت نسبة النمو إلى أكثر من 32٪، إلا أنه وبسبب الأزمة المالية العالمية 2008، انخفضت نسبة النمو إلى 4.9٪ سنة 2009، فهذه الأزمة تسببت في التشدد في مستويات المخاطر المقبولة وشح السيولة¹⁷، ولكن عادت نسب إلى النمو والازدهار فوصلت إلى أكثر من 9٪ سنة 2011، ويعزى ذلك إلى استمرار وتيرة نمو الطلب من قبل القطاعين العام والخاص على الائتمان.

لكن لم تسترجع معدلات النمو قبل الأزمة، ولكن تبقى كل السنوات ايجابية أي أن هناك نمو في القيمة المطلقة للنشاط الإقراضي، حيث ارتفع من 677 مليار دولار إلى أكثر من 1601 مليار دولار.

وما يؤكد ذلك أهمية التمويل المصرفي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية، حيث نقرأ من الجدول أعلاه، ارتفاع النسبة من 52.50٪ إلى 69.55٪ عام 2009، ولكن بسبب الأزمة العالمية وانخفاض نمو النشاط الإقراضي، مع ارتفاع معدلات نمو الناتج (بسبب ارتفاع أسعار البترول)، أدت إلى انخفاض نسب إجمالي الائتمان المقدم في الدول العربية إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث وصلت في سنة 2013 إلى 58.2٪ ولكن تبقى ايجابية على طول فترة الدراسة وهذا يبين الأهمية الكبيرة للتمويل المصرفي في تمويل اقتصاديات الدول العربية.

ب- تطور الإصدارات الأولية في أسواق الأوراق المالية العربية في الفترة 2006-2013:

والجدول التالي يبين ذلك:

الجدول رقم(02): تطور الإصدارات الأولية في الدول العربية في الفترة 2006- 2013.

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
2.62	1.69	0.853	2.75	2.14	13.16	14.43	8.47	الأسهم
3	2	1	4	4	30	43	43	نسبة الأسهم للإصدارات الكلية
59.45	54.28	48.71	66.49	43.96	21.51	-	-	السندات
67	70	71	88	81	49			نسبة السندات للإصدارات الكلية
26.76	21.7	18.97	6.41	8	9.03	18.85	11.42	الصكوك الإسلامية
30	28	28	8	15	21	57	57	نسبة الصكوك للإصدارات الكلية
88.83	77.68	68.53	75.65	54.10	43.7	33.28	19.89	إجمالي الإصدارات
3.22	2.91	2.83	3.73	3.18	2.26	2.25	1.55	الإصدارات كنسبة من الناتج المحلي

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على إحصائيات إصدار الأسهم والسندات والصكوك في تقرير

الاقتصادي العربي الموحد لأعوام 2009-2012-2013.

و نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ما يلي:

- فيما يتعلق بتطور الإصدارات الأولية للأسهم نلاحظ ارتفاع الإصدارات الأولية في الفترة 2006 إلى 2008، ولكن مع الأزمة المالية 2008 والأوضاع السياسية التي تمر بها المنطقة العربية، انخفضت هذه الإصدارات خاصة في سنة 2011، وارتفعت بعد ذلك، ولكن لم تسترجع قيمها قبل الأزمة، وما يدعم هذا القول انخفاض نسبة مساهمة الإصدارات الأولية من الأسهم من إجمالي الإصدارات الأولية، حيث كانت تمثل 30% في سنة 2008، وانخفضت إلى 3% سنة 2013، وهذا بسبب عزوف المستثمرين على شراء الأسهم الذي اثر على الشركات وحجم إصداراتها، وهذا لارتفاع المخاطر خاصة في هذه الأوضاع الموجود فيها الدول العربية.

- أما الإصدارات من السندات، فعرفت تطورا ونموا كبيرا جدا، حيث ارتفعت من 21.51 مليار دولار سنة 2008 إلى 59.45 مليار دولار سنة 2013، وهذا أيضا بسبب الأزمة المالية وأيضا الأزمات التي ضربت البلدان العربية، حيث أصبح المستثمر يبحث عن الأصول المالية الأقل المخاطرة والمضمونة، وأيضا حاجة المصدرين لتمويل العجز عن طريق

السندات في الدول التي تعاني من أزمات كالجمهورية المصرية، وما يدعم هذه الفكرة هو أن أكثر من 50% من هذه الإصدارات هي إصدارات حكومية. أما عن مساهمة قيمة إصدارات السندات من إجمالي الإصدارات الأولية، أيضا تطورت تطورا كبيرا، حيث ارتفعت من 49% سنة 2008 إلى 67% سنة 2013، ووصلت حتى 88% عام 2010، وهذا يؤكد سيطرة التمويل بالسندات خاصة الحكومية في الدول العربية وهذا في إطار الأسواق المالية.

- وفيما يتعلق بالصكوك المالية الإسلامية، فنلاحظ من الجدول أعلاه، ارتفاع قيمة الإصدارات من 11.42 مليار دولار إلى 26.76 مليار دولار سنة 2013، وهذا بالتأكيد بسبب الأزمة المالية 2008، حيث توجه المستثمرين إلى الصكوك المالية الإسلامية باعتباره احد حلول اللازمة، وأيضا لأنها ليست بالربوية، لهذا لقيت رواجاً من المستثمرين خاصة المسلمين في أنحاء العالم، وتجدر الإشارة أن اغلب هذه الإصدارات هي إصدارات للشركات، وتتركز هذه الإصدارات في دول الخليج خاصة الإمارات المتحدة التي تعتبر الثانية في الإصدارات بعد ماليزيا في العالم، وما يؤكد هذا النمو في الإصدارات، هو ارتفاع نصيبها من القيمة الإجمالية للإصدارات من 21% سنة 2008 إلى 30% سنة 2013. وفي الأخير يمكن القول أن تمويل الاقتصاد عن طريق الأسواق المالية (التمويل المباشر)، يغلب عليه التمويل بالسندات، خاصة الحكومية، ثم يليها الصكوك المالية الإسلامية وأخيرا عن طريق الأسهم.

أما فيما يتعلق الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية خلال فترة الدراسة، كانت متواضعة للغاية، مما يعني ضعف حجم السوق الأولية وتواضع الأدوات المطروحة فيها، حيث تراوحت هذه النسبة بين 1.55% و 3.22%.

ج- الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى التمويل الإجمالي في الدول العربية 2006-2013.

أولا من المقارنة بين نسبة التمويل المصرفي وأهمية الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي، في نفس الفترة، يتضح الفرق الكبير بينهما، حيث تتضح الأهمية الكبيرة جدا التي توليها الدول العربية للجهاز المصرفي لتمويل اقتصادها حيث وصلت نسبة المساهمة في تمويل الاقتصاد العربي الى 69.55%، على عكس أهمية الأسواق المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي التي لم تتعدى 4%، وهذا يدل على الاعتماد الكلي من قبل الدول العربية على التمويل المصرفي اي على الوساطة المالية (التمويل غير المباشر).

أما عن الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في الأسواق المالية إلى إجمالي التمويل، فالجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (03): تطور مساهمة الإصدارات الأولية والتمويل المصرفي في التمويل الإجمالي للاقتصاد في الدول العربية 2006-2013.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	1012	2013
إجمالي التمويل (إصدارات أولية+تمويل مصرفي)	697.60	884.43	1169.47	1235.84	1336.26	1469.16	1537.65	1690.44
مساهمة الإصدارات الأولية	2.85	3.76	3.73	4.37	5.66	4.66	5.05	5.25
مساهمة التمويل المصرفي	97.14	96.23	96.26	95.62	94.33	95.33	94.94	94.74

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم 1 و2.

و من خلال الجدول رقم (3) يتضح ما توصلنا إليه سابقا، وهو سيطرة التمويل غير المباشر أي التمويل عن طريق الوساطة المالية في تمويل اقتصاديات الدول العربية خلال الفترة 2006-2013، حيث وصلت نسبة المساهمة إلى أكثر من 90% في جميع سنوات الدراسة، أي أن اقتصاديات الدول العربية جلتها اقتصاديات المديونية.

وهذا رغم الإصلاحات التي قامت بها الدول العربية في تطوير الأسواق المالية، إلا إن مساهمتها في التمويل لا تزال ضعيفة جدا، لكن في تطور مستمر حيث ارتفعت من 3% إلى أكثر من 5% خاصة فيما يتعلق بالتمويل بالسندات وأيضا الصكوك المالية الإسلامية، وهذا يدل على أن الأسواق المالية (الأسواق النقدية والسوق المالية) ما زالت تتصف وتتميز بالضيق في الدول العربية مجتمعة.

الخاتمة:

على الرغم من المجهودات المبذولة من طرف الدول العربية في تطوير أسواقها المالية من خلال الإصلاحات التي قامت بها، إلا أن هذه الأسواق لم تقم بدورها التمويلي على أكمل وجه، بل يتصف بالضعف، فمساهمته في التمويل لم تتجاوز 5%، ومساهمته في الناتج المحلي اقل من ذلك، ويبقى التمويل المصرفي هو المسيطر في تمويل اقتصاديات الدول العربية.

وعليه من خلال بحثنا هذا توصلنا إلى النتائج التالية :

- أن معظم البورصات العربية تعتبر حديثة النشأة إلا البورصة المصرية، ولهذا يمكن اعتبار هذا من أسباب عدم لعب دورها الحقيقي في التمويل.

- على الرغم من أن التمويل عن طري الأسواق المالية يعتبر ضعيف، ولكنه في تطور مستمر، خاصة من خلال السندات وأيضاً التمويل بالصكوك المالية الإسلامية.
- يعتبر التمويل المصرفي هو المهيمن في تمويل اقتصاديات الدول العربية، وتعتبر الأسواق المالية ضيقة في الدول العربية، ولهذا يمكن اعتبار اقتصادياتها باقتصاديات الاستدانة.
- وفي الأخير يجب الإشارة أن هذه الدراسة ركزت على جميع الدول المدرجة في صندوق النقد العربي، وهذا انقص من أهمية التمويل عن طريق الأسواق المالية في بعض الدول مثل الإمارات والسعودية، فالجزائر مثلاً لا تساهم تماماً في إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات بصفة عامة.
- ومن خلال هذه النتائج يمكن الإجابة على فرضية الدراسة، والتي تم إثبات خطئها جزئياً، فالتمويل بالأسواق المالية في تطور مستمر وتنوع أيضاً في الإصدارات، لكن لم يحل محل التمويل المصرفي.
- ومن خلال النتائج السابق ذكرها يمكن اختتام هذا البحث بالتوصيات التالية:
- يجب على الدول العربية تنويع طرق تمويل اقتصادياتها من خلال:
- إصلاح الأسواق النقدية وجعلها ليست فقط، دورها إعادة تمويل البنوك التجارية، بل يتعدى إلى تمويل باقي الأعوان الاقتصاديين من خلال إنشاء سوق خاصة بهم.
- محاولة الوصول إلى سوق مالي كفوء من خلال مثلاً:
- شروط الشفافية والإفصاح.
- توفير السيولة.
- و هذا للوصول إلى مصاف الدول التي انتقلت من هذا الاقتصاد إلى اقتصاد الأسواق المالية مثل دول جنوب شرق آسيا.

الهوامش والمراجع:

- 1- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص39.
- 2- محمود يونس، كمال أمين الوصال، اقتصاديات نقد وبنوك وأسواق مالية، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2005، ص78.
- 3- بن عبيد فريد، السوق النقدية ودورها في تمويل الاقتصاد -دراسة مقارنة بين الجزائر وتونس- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2014، ص70.
- 4- Herve Juvin, Les Marchés financiers(Voyage Au Cœur de Finance Mondiale),éditions d'organisation, Paris, 2004,p250.
- 5- Pascal Gaudon et Sylvie Lecar Pentier-Moyal, Economie Monétaire et financiere, 4^{eme} édition, economica, Paris, 2006, p74.
- 6- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، 261.
- 7- Jean Francois Gous, Macroéconomie Monitaire et Financier, 4^{eme} édition, revue et augmentée, édition economica, Paris, 2008 , p138

8- عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص264.

9- Ammour Benhalima, Monnaie et Régulation Monétaire, édition Dahleb, Algérie, 1997, p75.

10- قاعدة المعلومات القانونية العربية المتعلقة بالهيئة المصرفية برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، اتحاد المصارف العربية، تاريخ الاطلاع 2013/11/10، www.vabarab.org

11- عطا الله علي عودة الله الزبون، محددات النمو والتطور في الأسواق المالية العربية للفترة (1990-2004)، دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، ص18.

12- عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، اتحاد المصارف العربية، أبو ظبي، 2002، ص216.

13- عماد صالح، مرجع سابق، ص214.

14- موقع بورصة الدار البيضاء، www.Casablanca-bourse.com يوم الاطلاع 24 مارس 2015.

15- جابر محمد الجواد، تفعيل بكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، الخامس عشر كلية الشريعة، جامعة الإمارات العربية، 2006، ص17.

16- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، من 2000 الى 2013، بتصرف من طرف الباحث.

17- تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، لسنة 2010.

18- التقرير العربي الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، عام 2010.