

تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات

مركز أنقرة

في عالم اليوم، تهيمن أسواق أمريكا وأوروبا ومنطقة آسيا/الباسيفيكي على الأسواق المالية العالمية. لذلك، توجد حاجة لأن تقوم المجموعة الإسلامية بإرساء تحالف لأسواق الأوراق المالية يمكنها من منافسة هؤلاء العمالقة. وتعرض المقالة في البداية المفاهيم الأساسية لتحالفات أسواق الأوراق المالية والنظم التي تتبعها والوظائف التي تضطلع بها. ثم تقدم وصفا لمجموعة مختارة من تحالفات أسواق الأوراق المالية العالمية وتسلط الضوء على هياكلها وإجراءات عملها بغرض استقاء العبر منها بما يخدم التحالف الإسلامي المقترح. وبعد نقاش مختصر لنماذج التداول المتبادل بين البورصات، تقترح المقالة نموذجا للتحالف بين أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

1. مقدمة

تأثرت أسواق رأس المال والأسواق المالية العالمية¹ تأثرا واضحا بالعمولة وبالتكامل السريع اللذين تميزت بهما الأسواق العالمية في الآونة الأخيرة. كما كانت هاتان الظاهرتان هما قوة الدفع لعملية التغيير التي شهدتها تلك الأسواق. فباتساع نطاق العمولة، اندفعت كبريات المؤسسات الاستثمارية باتجاه استثمارات الحافظة والمشاركة في رأس المال سواء على المستوى القاري أو المستوى العالمي.

وقد بادرت الأسواق المالية وأسواق رأس المال إلى مواكبة هذا التحول العالمي من خلال الانخراط في عملية تغيير متلاحق بهدف ترسيخ مركزها والتصدي للتحديات التي ولدها العمولة. وينطبق الأمر نفسه على البورصات، باعتبارها جزءا متما للنظام المالي العالمي، إذ شهدت بدورها تعديلات في بنيتها وتحالفات فيما بين بعضها البعض. وتكون هذه التحالفات في شكل اندماج أو شراء في بعض الأحيان أو اتحادات مختلفة المستويات في أحيان أخرى. ومما لا شك فيه أن شكل التغيير وقوته وسرعته وحجمه هي كلها أمور تعكس مستوى التقدم والتنظيم الذي تتمتع به أسواق الأوراق المالية من جهة ومستوى أداء اقتصادات بلدانها من جهة أخرى.

¹ يُقصدُ بها الأسواق المنظمة وأي أسواق أخرى للأوراق والمشتقات المالية التي تخضع لإشراف السلطات المعنية.

إن أية بورصة للأوراق المالية هي سوق منظمّة تضم مجموعة مختلفة من المتدخلين والآليات وبالتالي فهي تلعب دورا هاما في تطوير الأسواق المالية عموما. وعلى الرغم من أن البورصات تسهم في توسيع نطاق فرص الاستثمار، إلا أنها تواجه بعض التحديات المتمثلة في ضرورة تقديم خدمات رفيعة المستوى للمتدخلين في الأسواق مثل الوسطاء والمنظمين والشركات والمستثمرين. كما أن للوكلاء العاملين والخواص العاملين ضمن نطاق تلك الأسواق دورا هاما أيضا في توثيق الصلات القائمة بينها.

من ناحية أخرى، تسيطر الأسواق القوية الثلاثة في عالم اليوم، وهي الأسواق الأمريكية وأسواق آسيا والباسيفيكي والأسواق الأوروبية، على الأسواق المالية العالمية. ومن حيث الجوانب الأساسية، تتمتع الأقاليم الثلاثة بنفس الوزن تقريبا. لذلك، فحتى تتمكن أقاليم أخرى من الفوز بموطئ قدم في تلك الأسواق التي تتميز بالتركيز والتكامل المتزايدين، عليها أن تُكوّن تحالفاتها الخاصة وأن تسعى إلى توثيق عرى التعاون فيما بينها.

توجد العديد من السبل والوسائل لإقامة تحالفات أو إرساء صلات بين البورصات المختلفة. وتعتمد آليات ذلك في معظم الحالات على هيكل كل بورصة وعلى القدرات التي تتمتع بها. كما تلعب مرافق البنية الأساسية مثل الطاقة والاتصالات والصيرفة دورا هاما في دعم تلك الآليات. ومن ناحية أخرى، تضع إقامة تلك التحالفات والروابط بين البورصات مسؤوليات هامة على عاتق البلدان التي تقام فيها، من بينها وضع الإطار التنظيمي للإشراف على عمليات تلك الأسواق وإجراء التعديلات اللازمة على القوانين الوطنية. ومما لا شك فيه أن الموازنة بين مختلف النظم المؤسسية والقانونية من شأنه ترسيخ مركز تلك الأسواق في البلدان المشاركة.

ومن ناحية أخرى، ينبغي على البورصات العاملة في البلدان الأعضاء أن تعتمد مجموعة موحدة من القواعد والمعايير فيما يتعلق بعمليات تسجيل الشركات والمخالصة والتسوية وأن تطالب الشركات المسجلة بالالتزام بها.

ولعل دراسة السبل والآليات المتبعة من قبل التحالفات القائمة بين البورصات تمثل نقطة بداية مناسبة على طريق وضع آلية مناسبة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات. ومن هنا، تبدأ هذه الورقة بمسح لتجارب وبنى التحالفات الدولية القائمة في مجال أسواق الأوراق المالية والسندات بغرض استقاء الدروس والعبر لفائدة التحالف المقترح بين البلدان الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي في هذا المجال. وتُعتبر المؤسسات موضوع الدراسة هي الأكثر تأثيرا والأرقى مكانة في العالم بالإضافة إلى كونها تمثل عينة حقيقية لمجموعة المؤسسات العاملة حاليا على المستوى الدولي. بما يجعلها، كمجموعة، نموذجا للتجربة المعاصرة في هذا المضمار.

ويمكن للبلدان الأعضاء في المنظمة تقييم جدوى هذه التجارب والاتفاق على أنسبها لإقامة الاتحاد المنشود.

تنقسم الورقة إلى خمسة أقسام حيث يعرض القسم الثاني خلفية عامة حول الموضوع ويقدم المفاهيم الأساسية لتحالفات البورصات ومنطقها ووظائفها. ويعرض القسم الثالث وصفا مختصرا لمجموعة مختارة من التحالفات الدولية ولهاكلها وأسلوب عملها. ويناقش القسم الرابع بإيجاز أنماط التعامل بين أسواق الأوراق المالية، بينما يطرح القسم الخامس نموذجا للتحالف المقترح بين أسواق الأوراق المالية في بلدان منظمة المؤتمر الإسلامي بناء على النماذج التي تمت مناقشتها في الأقسام السابقة.

ويرمي الملحق الإحصائي² إلى إلقاء الضوء على مستوى التطور الذي بلغته كبرى أسواق الأوراق المالية في بلدان المنظمة مقارنة بمثيلاتها لدى البلدان النامية والبلدان المتقدمة وبلدان الأسواق الصاعدة.

2. خلفية عامة

تُعدُّ أسواقُ الأوراق المالية وغرف مقاصة الأسهم والسندات من بين المؤسسات الأساسية والمركزية في أسواق رأس المال والأسواق المالية التي تضطلع بالوظائف الأساسية في أي اقتصاد. وقد تأسست تلك المؤسسات خلال القرن الماضي كأدوات وأجهزة وسيطة يلتقي ويتفاعل من خلالها المدخرون والمستثمرون لتسيير تعاملاتهم. وبالإضافة إلى أهدافها التقليدية، فإن مهام أسواق الأوراق المالية المعاصرة تفوق بكثير تلك التي أنشئت أصلا من أجلها.

إن أسواق الأوراق المالية هي مؤسسات متخصصة ومركزية ومنظمة للتعامل في السندات المالية المكتتبة بها. وهي قد تكون على شكلين: إما مؤسسات مساهمة، أو جمعيات طوعية مكونة من مجموعة من الأعضاء. وفي كليتي الحالتين، فهي تتمتع بإطار قانوني ونظام أساسي ولائحة داخلية وقواعد تنظم أمور العضوية والاكنتاب والتعامل وسائر الأمور التنظيمية والتشغيلية الأخرى. وأسواق الأوراق المالية لا تتعامل في السندات المكتتبة وإنما تمهد السبيل إلى ذلك فقط، وهو المسوغ الأساسي لعملها كمؤسسات. فهي تقدم التسهيلات للتعامل، وتروِّج الأوراق المالية، وتدعو المؤسسات المكتتبة إلى الالتزام بالمعايير السليمة في الحاسبة والإبلاغ عن موقفها المالي. مما يعزز ثقة المستثمرين في السوق ويقوّي مركز أسهمها المكتتبة (Glenn 1984, p. 893).

² تم استخراجه من "دليل أسواق الأوراق المالية الصاعدة 2001" الصادر عن مؤسسة التمويل الدولية.

وتتمثل الوظيفة الأساسية لأي سوق للأوراق المالية، كما هي دائما، في توفير الفرصة لأصحاب المؤسسات كي يجشدوا رؤوس أموال جديدة وبالتالي بينوا شركات كبيرة الحجم. ويمثل رأس مال المؤسسات مدخرات الأفراد. وتقدم سوق الأوراق المالية إلى المدَّخِر الفرصة كي يستثمر مدخراته مع الاحتفاظ بسيولتها. فمدخرات الأفراد قيِّمة، وبالتالي ينبغي الحفاظ عليها وحمايتها. لذلك فإن من بين وظائف أسواق الأوراق المالية نشر معلومات منتظمة صادرة عن مُصدري الأسهم بحيث يطَّلِع المستثمر بصورة وافية على وضع المؤسسات التي يستثمر في أسهمها وعلى العملية التي يتم من خلالها تحديد أسعار تلك الأسهم. وبالتالي فإنه من الضروري، من باب العدالة والكفاءة الاقتصادية، أن يتم تنفيذ كافة وظائف سوق الأوراق المالية، بما في ذلك تحديد أسعار الأسهم، بصورة شفافة. ومن هنا، فإن الوظائف الأساسية لتحالفات أسواق الأوراق المالية تتمحور حول مواءمة الأدوار التقليدية لتلك الأسواق مع التحديات التي تفرضها التكنولوجيا وعولمة الأسواق وترسيخ بنائها المؤسسي.

أما غرف أو دور المقاصة، فهي مؤسسات يُكوِّنُها في العادة أعضاء سوق معينة للأوراق المالية لتسهيل تعاملات المقاصة في الأوراق المالية. بما في ذلك تصفية العقود بين الأعضاء وتسليم الأوراق المالية وتولِّي عمليات الدفع نيابة عنهم (Walmsley 1979, p. 234). ولكل البورصات المتقدمة والمتكاملة في العالم غرف وآليات مقاصة خاصة بها. إلا أن بعض البورصات لا توجد لديها غرف مقاصة وتستعين بدلا من ذلك بالغرف والآليات المتاحة للأسواق الرئيسية الأخرى كمعايير وأدوات في تعاملاتها المختلفة.

هناك صلة وثيقة بين تسوية المعاملات وعمل أنظمة المقاصة والتسوية. فبمجرد الاتفاق حول شروط أية معاملة للأوراق المالية، يتم الاتفاق حول الالتزامات الخاصة بكل من البائع والمشتري. ويمثل ذلك جزءا من سلسلة الخطوات المؤدية إلى اكتمال عملية انتقال ملكية الأوراق المالية وسداد قيمتها.

ولا تُعتبر عملية التسوية منتهية إلا بانتهاء عمليتي انتقال الملكية وسداد القيمة، واللتين يمكن تحقيقهما معا في وقت واحد. وأساسا، يتطلب اكتمال كل معاملة تحقق الخطوات التالية (موقع الاتحاد الأوروبي على شبكة الإنترنت، 2001، ص 4):

تأييد شروط التداول كما تم الاتفاق عليها بين البائع والمشتري،

التصفية التي يتم بموجبها تحديد التزامات البائع والمشتري،

التسليم ويتطلب انتقال ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري،

الدفع ويتطلب انتقال القيمة من المشتري إلى البائع.

والتسوية هي إحدى الخدمات التي تقدمها في العادة غرف المقاصة، أو مستودعات الأوراق المالية المركزية أو الدولية عندما لا يوجد في البلد نظام و/أو آلية مقاصة. وتعمل مستودعات الأوراق المالية المركزية على تجميد الأوراق المالية الفعلية وتحويل ملكيتها من خلال قيود محاسبية في أنظمة محاسبة إلكترونية. وفي بعض الحالات، يتدخل الطرف المركزي المقابل بين البائع والمشتري بحيث يصبح فعليا مشتريا بالنسبة للبائع وبائعا بالنسبة للمشتري أو ما يعرف بنظام الإحلال أو الإبدال. وفي هذه الحالة يشترط أن يكون كل من البائع والمشتري عضوا في تلك الأنظمة.

ويمكن لمؤسسات المقاصة والتسوية العمل في عدة مواقع بفضل التسهيلات التي توفرها التكنولوجيا الحديثة. ومن الممكن كذلك من الناحية الفنية الدخول عن بعد بصورة مباشرة إلى أنظمة المقاصة الوطنية إذا لم يكن هناك ما يحول دون ذلك (موقع الاتحاد الأوروبي على شبكة الإنترنت، 2001، ص 59). إلا أنه بحكم ازدياد عدد الوسطاء، فإن معاملات الأوراق المالية تصبح أكثر تعقيدا وارتباطا بأنظمة وآليات التسوية والدفع الدولية مما يتحتم معه قيام تعاون وثيق بين أسواق الأوراق المالية وأنظمة المقاصة سواء عن طريق الاندماج أو التحالف.

إن تحالفات أسواق الأوراق المالية هي جمعيات أو اتحادات بين تلك الأسواق تقام أساسا لغرض النهوض بالأعمال التجارية من خلال التعاون والتنسيق والتكامل بينها. وتتدرج التحالفات المعاصرة للبورصات من أجهزة تمثيلية مرنة إلى أجهزة على درجة عالية من التكامل وبيئتهما تشكيلات أخرى على درجة متفاوتة من التنسيق والانضباط. وعادة ما يشير اسم التحالف، مثل الجمعية أو الاتحاد، إلى درجة القوة في العلاقة المؤسسية التي تربط بين أعضائه.

وفي معظم الحالات تكون تلك الفروق انعكاسا للفروق بين الأسواق المتحالفة من جهة والبلدان التي تتمركز فيها من جهة أخرى. فعندما تكون الأسواق والبلدان التي توجد فيها على درجة عالية من التكامل أو مائلة إلى ذلك، فإن التحالفات بين أسواقها تكون بدورها أكثر تكاملا.

ويعرض القسم التالي من الورقة بشيء من التفصيل بعض النماذج الحديثة لمختلف أشكال التحالفات القائمة بين أسواق الأوراق المالية الرئيسية في العالم. ويهدف هذا العرض المفصل إلى تقديم نموذج يحتذى فيما يتعلق بإقامة اتحاد إسلامي لأسواق الأوراق المالية.

3. التحالفات بين أسواق الأوراق المالية

ظهرت الحاجة إلى إقامة تعاون دولي بين أسواق الأوراق المالية خلال الثلاثينات. وأخذت الغرفة الدولية للتجارة، ومقرها باريس، زمام المبادرة من أجل إقامة مكتب دولي لأسواق الأوراق المالية

استمر في ممارسة نشاطه حتى الحرب العالمية الثانية. ولم تشهد الفترة التي أعقبت الحرب خطوات هامة على طريق إقامة تعاون دولي بين تلك الأسواق حتى مايو 1957 عندما اجتمع ممثلو عدة بورصات أوروبية في باريس. وبعد أربعة أعوام من التعاون غير الرسمي، اختار المشاركون إرساء إطار مؤسسي لعملهم وأنشأوا الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية في لندن عام 1961.

الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية³

منذ إنشائه في عام 1961، شهد الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية نموا مستمرا بحيث أصبح يضم في عضويته اليوم 56 بورصة منظمة من مختلف أنحاء العالم. وتمثل البورصات الأعضاء أكثر من نسبة 97% من رسملة أسواق الأسهم العالمية ومعظم عملياتها الآجلة وخياراتها وصناديق استثمارها المكتتية وسنداها. كما توجد تسعة بورصات أخرى منتمية و35 بورصة مراسلة.

أهداف الاتحاد

يمثل الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية المنظمة التجارية للأوراق المالية المنظمة ولأسواق المشتقات المالية ولغرف المقاصة ذات العلاقة على المستوى العالمي. وهو منظمة دولية تضم في عضويتها البورصات الرئيسية في العالم التي تحرص على تقديم أرفع مستوى من الخدمات.

ويهدف الاتحاد، الذي يُعْتَبَرُ محفلا للاتصال والتحليل والنقاش بين الأعضاء، إلى تسهيل تمثيل وتطوير الأسواق المنظمة والمشتقة وتلبية احتياجات أسواق رأس المال الصاعدة بما يحقق مصلحة المتعاملين فيها. ومنذ تأسيسه، دأب الاتحاد بانتظام على عقد اجتماعات لجان وجمعيات عامة ومؤتمرات. كما نظم خلال الأعوام الأخيرة ورشات عمل متخصصة بما يمكن أعضائه من نقل الدراية الفنية وتبادل الخبرات فيما بينهم. ويناقش الاتحاد كافة جوانب تجارة الأوراق المالية تقريبا سواء كانت فنية أو تجارية أو قانونية أو اقتصادية. وعلى مدار العقود الأربعة الأخيرة، نشر الاتحاد دراسات حول قضايا مختلفة من بينها التنظيم الإداري الذاتي، والتنفيذ، وتعثر التعاملات، وسلوك قطاع الأوراق المالية.

وتدل إشارة "عضو في الاتحاد" على أن السوق المعنية تتمتع بمعايير تجارية معينة يتعارف عليها الأعضاء والمالكون والمتداولون إلى جانب أجهزة التنظيم والإشراف. وتقوم الأسواق المالية المنظمة والمقننة بأداء أفضل الوظائف الاقتصادية وهي تخصيص رؤوس الأموال على أوسع نطاق ممكن.

³ عنوان موقعه على شبكة الإنترنت هو: www.fibv.com.

وقد طوّرت الأسواق الأعضاء في الاتحاد سلسلةً من الممارسات التجارية السليمة لحماية المستثمر والتمنؤ الفعال بالأسعار بدءاً من مرحلة تلقي طلبات التعامل أو تسهيل الحصول على الإصدارات الجديدة للشركات إلى التداول والتصريح والتسوية والحفظ. وتُحفّز التكنولوجيا الجديدة والمنافسة أعضاء الاتحاد لزيادة فاعلية خدماتهم وخفض تكلفتها وجعلها موثوقة وسهلة الاستيعاب. ويُعتبَر تبادل الخبرات والمعلومات بين أعضاء الاتحاد أمراً في غاية الأهمية من أجل تطوير هذه الصناعة وخاصة في ظل المنافسة الشديدة التي أصبحت تتميز بها الأسواق المالية.

ويُمثّل الاتحاد مرجعاً رئيسياً فيما يخص صناعة الأوراق المالية، والسوق الأفضل بالنسبة للبورصات أنفسها. فهو يقدم الخدمات الإرشادية للبورصات الأعضاء فيما يتعلق باستراتيجياتها التجارية وتحسين ممارساتها الإدارية والتوفيق بينها. كما أنه يتعاون مع السلطات العامة ويساعد على توسيع نطاق استخدام الأسواق. وتتلخص الأهداف الرئيسية للاتحاد فيما يلي:

- عرض دور ووظائف ونزاهة الأسواق المنظمة،
 - توفير محفل دائم لخبراء أسواق الأوراق المالية لمناقشة القضايا ذات الاهتمام المشترك، والتعرف على الاتجاهات والحلول الجديدة بهدف تعزيز المركز التنافسي للأسواق المنظمة، وتطوير البرامج الداعمة لعمليات البورصة بما في ذلك إعداد الورقات البحثية، وتنظيم ورش العمل، وإجراء التقييم الإسنادي، وصياغة الممارسات السليمة،
 - وضع معايير متناسقة للتعاملات التجارية في الأوراق المالية بما في ذلك التعاملات عبر الحدود،
 - تعميق علاقات التعاون مع الجهات الإشرافية من أجل ترسيخ مزايا التنظيم الذاتي ضمن الإطار التنظيمي الشامل،
 - دعم أسواق الأوراق المالية الصاعدة في مساعيها للتماشي مع معايير الاتحاد بما يسهم في زيادة الثقة العالمية في إدارة تلك الصناعة وممارساتها التجارية.
- ولتحقيق تلك الأهداف، بالإضافة إلى النشاطات آنفة الذكر، يصدر الاتحاد رسالة إخبارية شهرية ونشرات إحصائية ومنشورات أخرى حول البورصات الأعضاء فيه. كما أنه يدير قواعد بيانات إحصائية وإعلامية تتضمن معلومات شاملة حول البورصات الأعضاء.

اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية⁴

تُمثِّلُ أوروبا إحدى أكثر المناطق استقراراً في العالم. وتُعتبرُ البلدان الأوروبية من بين البلدان الأكثر ثراءً والأمن اقتصاداً مما يجعلها نقطة جذب قوية لأصحاب رؤوس الأموال الذين يطمحون إلى الاستثمار المربح. وفي الوقت نفسه، يكفل ارتفاع معدلات الادخار بقاء هذه القارة كمصدر هام لرؤوس الأموال بالنسبة لباقي أجزاء العالم.

ويضم اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية، ومركزه بروكسل، أسواق الأوراق المالية وأسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا. بموجب قرار الخدمات الاستثمارية الصادر عن الاتحاد الأوروبي. وهو يمثل الجسر الذي يربط بين المتعاملين في الأسواق الأوروبية المنظمة والمقننة من جهة، والسلطات، وخصوصاً على مستوى الاتحاد الأوروبي، من جهة أخرى. وعضوية الاتحاد مفتوحة لكافة المؤسسات المنظمة والمقننة من بلدان الاتحاد الأوروبي والنرويج وأيسلندا وسويسرا إلى جانب البلدان التي تسعى للانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي. وبالتالي، فإن الاتحاد مفتوح للمؤسسات الجديدة الخاضعة لأحكام الاتحاد الأوروبي فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية.

ويمثل الاتحاد 27 بورصة من مختلف أنحاء أوروبا بالإضافة إلى ست بورصات منتسبة وأربع بورصات مراسلة. وينطبق وصف "البورصة المراسلة" على الأسواق الرئيسية غير المؤهلة بعد للحصول على صفة العضو المنتسب أو التي تنتمي إلى بلدان لم تدخل بعد في مرحلة المفاوضات الرسمية للانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي (موقع الاتحاد على شبكة الإنترنت). وبالتالي فهو عبارة عن اتحاد مرن لأسواق الأوراق المالية.

ويُعتبرُ الاتحادُ خطوةً إلى الأمام بالمقارنة بالاتحاد السابق له إذ أنه يضم كذلك أسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة على عكس سابقه الذي كان يقتصر على أسواق الأوراق المالية فحسب. وربما تكون هذه الصيغة هي الأنسب بالنسبة للاتحاد الإسلامي المقترح، وإن كانت تمثل نموذجاً متقدماً نسبياً بما سيتطلب قدراً كبيراً من التعاون والتنسيق بين البلدان الإسلامية. فقد استغرقت أوروبا عقدين من الزمن للوصول إلى هذه المرحلة، ولا يزال عليها أن تفعل الكثير قبل أن تبلغ المرحلة المطلوبة من التعاون في هذا المجال. لذلك، فإنه قد يكون من الأنسب أن يتبع الاتحاد الإسلامي المقترح نفس الخطوات التدريجية بحيث يبدأ باتحاد أكثر مرونة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية.

⁴ انظر العنوانين: www.fese.be و www.fese.org على شبكة الإنترنت.

أهداف الاتحاد الأوروبي للأوراق المالية

يهدف الاتحاد إلى تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأوروبية كأسواق منظمّة للأوراق المالية، وإلى الإسهام في الارتقاء بالأسواق المالية الأوروبية تحقيقاً لأهداف معاهدة روما وذلك من خلال التعاون في مجالات التعامل والمقاصة والتسوية والإيداع إلى جانب الأمور التنظيمية الأخرى. ويقوم الاتحاد علاقات تعاون مع منظمات دولية أخرى، وخصوصاً منها مؤسسات الاتحاد الأوروبي، ويمثل مصالح أعضائه في الأمور المتعلقة بصناعة الأسهم الأوروبية. وهو يعزز بذلك عملية التكامل التدريجي بين أسواق رأس المال الأوروبية.

ويمثّل الاتحاد أساساً محفلاً تقوم من خلاله البورصات الأعضاء بمناقشة احتياجات المتعاملين وسبل تلبيتها. ولا تنص اللائحة الداخلية للاتحاد على إجراء المناقشات فحسب، وإنما كذلك على ضرورة العمل المشترك من أجل إقامة البنى الأساسية اللازمة لخلق أسواق أوروبية فعالة. ويسعى أعضاء الاتحاد من خلال تلك المناقشات والنشاطات إلى الإسهام في إيجاد حلول مشتركة لمختلف المشاكل التي تعترضهم.

ومن المهام المستمرة للاتحاد تمثيل بورصاته الأعضاء لدى مؤسسات الاتحاد الأوروبي، وخصوصاً منها اللجنة الأوروبية. كما أنه يدعم مشاريع ترمي إلى زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية في أوروبا. ومن بين تلك المشاريع ما يلي:

- تنفيذ قرار الخدمات الاستثمارية الصادر عن الاتحاد الأوروبي
ينص القرار، الذي يتم بموجبه منح "جواز السفر الأوروبي" لشركات الاستثمار المعتمدة، على إجراء تغييرات كبيرة في قوانين الأوراق المالية على المستوى الوطني. وبعد تنفيذه، ستصبح البورصات جزءاً هاماً من الآلية التنظيمية. وتدرس البورصات، من خلال الاتحاد، سبل الإسهام في التنفيذ الفعال والمتناسق لهذا القرار.
- الربط بين أسواق الأوراق المالية
اتفقت البورصات الأعضاء على ضرورة المضي قدماً في عملية التكامل بينها من خلال تأسيس الروابط الثنائية والإقليمية وتسهيل وتعزيز التعامل عبر الحدود. ويمثّل الاتحاد المحفل الذي تتم فيه مناقشة استراتيجيات ومناهج ذلك التكامل والاتفاق عليها.
- مساعدة الأسواق الصاعدة
تحتاج المؤسسات المالية حديثة التأسيس في شرق ووسط أوروبا إلى الكثير من المساعدات العاجلة سواء في المجال الفني أو القانوني أو المهني. ويلعب الاتحاد دوراً حيوياً في تنسيق تقديم تلك المساعدات.

• الدراسات الاقتصادية

يصدر الاتحادُ شهريا تقريرا إحصائيا حول نشاط البورصات الأعضاء، وهو بمثابة نقطة انطلاق لمن يريد متابعة الاتجاهات الأوروبية. وقد لعب الاتحاد دورا رياديا في إقامة معهد أسواق رأس المال الأوروبية الذي يجري دراسات مفصلة حول كفاءة تلك الأسواق.

شهدت البورصات الأوروبية عملية تحول خلال العقد الفائت. فقد أزيلت الحواجز الإدارية التي كانت تعيق حركة معظمها وتخدم أهدافا محلية أساسا. أما الآن فقد أصبحت عضوية الاتحاد متاحة للمؤسسات الوسيطة ذات الملكية الأجنبية وأصبحت هناك الكثير من الأوراق المالية متعددة التسجيل.

وانطلاقا من قوتها التقليدية، أصبحت الأسواق الأوروبية تعمل الآن طوال اليوم بعد أن كان التعامل يقتصر على جلسات قصيرة وموحدة. كما أنها تقدم خدمات توجيه الطلبات لضمان سرعة التنفيذ وسلامته وذلك مقابل رسم منخفض. وهي تتميز بدرجة أعلى من الشفافية عن ذي قبل بفضل ما يتوفر لها من إمكانيات فنية متقدمة بما يجعلها إحدى أكثر الجهات ابتكارا في مجال استخدام تكنولوجيا المعلومات.

لقد حملت الزيادة الكبيرة التي شهدتها عمليتا المتاجرة والاستثمار عبر الحدود مخاطر إضافية على الأسواق مما دفع بالبورصات إلى تحسين إجراءات التعامل مع الطلبات الواردة وتنفيذ التعاملات التجارية من خلال تقصير فترات التسوية وإحكام تدابير السلامة.

ومن ناحية أخرى، وإدراكا منها للدور الرئيسي المناط بها والمتمثل في تأمين رؤوس الأموال اللازمة للصناعة، أعارت الكثير من البورصات اهتماما خاصا لاحتياجات المشروعات الناشئة من خلال إقامة أسواق خاصة تفي باحتياجات الشركات الصغيرة.

وفي بيان صحفي، أعلن الاتحاد أنه⁵:

- يدعو إلى إجراء مراجعة شاملة لقرار الخدمات الاستثمارية ويقترح تبني توجه عملي من أجل تنظيم التعاملات في الأسواق على اعتبار أن البورصات الأوروبية تطالب بتحقيق العدالة بين جميع المتعاملين،

⁵ بروكسل، 22 يناير 2001.

- يوصي بشدة بتشكيل لجنة للأوراق المالية وأخرى تنظيمية ضمن إطار قرار الخدمات الاستثمارية، ويرى أن اللجنتين لا يمكن أن يُكْتَبَ لهما النجاح إلا في حالة إجراء مشاورات وثيقة بين خبراء السوق ورجال الصناعة،
- يطالب مجدداً بفتح الأسواق الأمريكية أمام البورصات الأوروبية ويحث على إجراء حوار فوري مع السلطات الأمريكية بهذا الشأن،
- يرى أن تنظيم خدمات المقاصة والتسوية والإيداع المقدمة يجب أن لا يتم من خلال فرض هيكل معين وإنما يُترك لتفاعل قوى السوق.

ويمنح الاتحاد الأولوية لإجراء مراجعة شاملة لقرار الخدمات الاستثمارية باعتباره "دستور" القوانين المنظمة لتجارة الأوراق المالية في أوروبا. ذلك أن استمرار المركز التنافسي الذي تتمتع به الأسواق الأوروبية يتطلب إجراء تنظيم وظيفي للمتعاملين بالسوق، وتحقيق تكافؤ الفرص بين كافة المتعاملين، والتنفيذ الفعال لمبدأ جواز السفر الموحد بالنسبة لكافة شركات الاستثمار ومُصدري الأوراق المالية والأسواق. ويرى الاتحاد فائدةً من تقسيم القرار، بوضعه الحالي غير المتجانس، إلى قرارين، الأول يتعلق بشركات الاستثمار والثاني بالأسواق.

وتبدي البورصات الأوروبية استعداداً لدعم أي جهود إضافية من أجل تحقيق المزيد من التنسيق بين إجراءات المقاصة والتسوية عبر القارة الأوروبية. إلا أنها تعتبر أن ذلك لا يجب أن يتم من خلال فرض هيكل معين من قبل المنظمين وإنما من خلال التفاعل الحر بين قوى السوق بما يحقق الفائدة للمستثمرين والوسطاء ومُصدري الأوراق المالية على حد سواء.

اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية⁶

تأسس اتحاد أسواق الأوراق المالية الأورو-آسيوية، ومقره إسطنبول، في عام 1995. بمبادرة من سوق إسطنبول للأوراق المالية. ويتألف كافة الأعضاء الإثني عشر المؤسسين للاتحاد من أسواق ناشئة في أوروبا وآسيا تتفاوت بلدانها من حيث مستويات التنمية الاقتصادية. وعضوية الاتحاد مفتوحة لباقي البورصات من أوروبا وآسيا ولكنها مرهونة بموافقة جمعياته العامة. ويضم الاتحاد حالياً 22 بورصة تمثل أكثر من تسعة آلاف شركة، وتقوم رسملة أسواقه 130 مليار دولار حيث يبلغ متوسط قيمة التعاملات اليومية أكثر من 500 مليون دولار. وينتمي نصف الأعضاء الحاليين في الاتحاد إلى دول أعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي.

⁶ عنوان موقعه على شبكة الإنترنت هو: www.feas.com.

وتتمثل مهمة الاتحاد في خلق بيئة تتميز بالعدالة والكفاءة والشفافية وبأقل قدر ممكن، إن لم تخلو تماماً، من الحواجز التجارية بين الأعضاء والأقاليم التي يعملون بها. لذلك، فهو يسعى إلى تعزيز التعاون والتواصل بين أعضائه في مجالات مثل توحيد وتنسيق القوانين واللوائح وأنظمة التداول وإجراءات التسوية ومعايير الاكتتاب إلى جانب تبني المبادئ المحاسبية المعترف بها دولياً.

وتتلخص أهداف الاتحاد فيما يلي:

- تشجيع التعاون بين البورصات الأعضاء والإسهام في الارتقاء بمستوى أدائها،
- العمل كممثل للبورصات الأعضاء فيما يتعلق بعلاقتها مع اتحادات وجمعيات البورصات العالمية،
- الإسهام في زيادة درجة التكامل بين البورصات العاملة في المنطقة وتوفير فرص جديدة للاكتتاب والتداول فيها.

ومن المتوقع أن تسهم مواءمة القواعد واللوائح المعمول بها في البورصات الأعضاء وتبني التكنولوجيا الحديثة في إجراءات المناجحة والتسوية في تحقيق أهداف الاتحاد من خلال دعم وتطوير تلك البورصات وتقديم خدمات التسجيل والتداول عبر الحدود في الأوراق المالية الصادرة ضمن نطاق بلدان الاتحاد.

اتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية⁷

تأسس اتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية في يناير 2000 بمدينة شيتاغونغ من قبل أسواق الأوراق المالية في كل من سريلانكا، وباكستان، ونيبال، والهند، وبتان، وبنغلاديش، وهو مفتوح لعضوية كافة البورصات من بلدان جنوبي آسيا. وقد جاء في ديباجة إعلان شيتاغونغ أن العولمة قد أدت إلى زيادة الاعتماد المتبادل بين الدول وأنه قد صاحب ذلك زيادة أخرى في عدد محافل التعاون الإقليمي سواء التي أنشئت بالفعل أو التي لا تزال في طور الإنشاء. لذلك فإن أسواق الأوراق المالية عبر العالم تعمد إلى تنسيق مبادراتها وإلى إقامة اتحادات إقليمية على أساس فلسفة التعاون الإقليمي. وتمثل الأهداف المباشرة لتلك الاتحادات في تعزيز الاتصالات بين البورصات الأعضاء وتوحيد إجراءات عملها. أما الأهداف بعيدة المدى فقد تتضمن التسجيل عبر الحدود. وسيتم وضع ميثاق يتضمن أهداف الاتحاد، ونطاق عمله، وهيكله التنظيمي، والنظام الذي سيتبعه في صنع القرارات.

⁷ عنوان موقعه على شبكة الإنترنت هو: www.safe-asia.org.

أهداف الاتحاد

- تشجيع التعاون بين الأعضاء من أجل النهوض بأسواقهم،
- العمل على توحيد المعايير والإجراءات السليمة في الأسواق الأعضاء ورفع كفاءة المراقبة للتعاملات الدولية في الأوراق المالية،
- تمثيل الأعضاء في المحافل الدولية ذات العلاقة،
- تشجيع التسجيل والتداول عبر الحدود في المنطقة،
- التعاون في مجال تنمية الموارد البشرية ونقل التكنولوجيا،
- تقديم فرص الاستثمار للجميع،
- تهيئة أرضية سليمة لحشد رؤوس الأموال لأصحاب المشاريع،
- إقامة سوق يتميز بالشفافية ويضمن مصالح المستثمرين،
- إقامة نظام تداول آلي بما يضمن سرعة التعاملات وسلامتها.

كما يقدم الاتحاد خدمات إلى أعضائه في مجال المعلومات والأبحاث والتعاون الفني. فبالنظر إلى أهمية المعلومات بالنسبة لأية عملية عبر الحدود، يقوم الاتحاد بجمع المعلومات من الأعضاء ومعالجتها وتصنيفها ضمن إطار موحد يجعلها قابلة للمقارنة عند المستوى المطلوب ومن ثم توزيعها بصورة دورية على أعضائه. ويسهم الاتحاد في الجهد المبذول من أجل بدء العمل بالإجراءات الموحدة وتوسيع نطاق الأسواق. وهو يقدم الخدمات الاستشارية إلى البورصات الأعضاء في مجال التطوير سواء على المستوى الفردي أو المشترك في ضوء الممارسات الدولية الحديثة في هذا المجال. وينظم الاتحاد أيضا مؤتمرات وندوات حول المواضيع ذات العلاقة بالأسواق الإقليمية والعالمية إلى جانب برامج لتبادل الخبراء.

جمعية أسواق الأوراق المالية الأفريقية

تأسست جمعية أسواق الأوراق المالية الأفريقية بكنينا في عام 1993. وهي تهدف أساسا إلى وضع إطار مقنن من أجل التعاون المشترك بين أسواق الأوراق المالية في أفريقيا من خلال عدة عمليات من بينها تبادل المعلومات وتقديم المساعدة الفنية.

وتتمثل أهداف الجمعية فيما يلي⁸:

- توفير إطار مقنن من أجل التعاون المشترك بين أسواق الأوراق المالية في أفريقيا من خلال عدة عمليات من بينها تبادل المعلومات وتقديم المساعدة الفنية لتطوير البورصات الأعضاء،
- مساعدة البورصات الأعضاء على ترسيخ مركزها وتطوير أدواتها المالية ودعم الوسطاء والمتعاملين،
- وضع وتطوير معايير لتدريب الوسطاء والمتعاملين والموظفين في البورصات الأعضاء والارتقاء بمستوى أدائهم،
- وضع وتطوير معايير تسجيل الأوراق المالية وإصدارها وتداولها وتسويتها،
- مساعدة الأعضاء على إرساء إطار يكفل أكبر قدر من التنظيم الذاتي ومساندتهم في المحافل الوطنية والدولية المعنية،
- مساعدة الأعضاء على تقديم وتطوير الخدمات ذات العلاقة بأسواق رأس المال،
- دعم الجهود المبذولة لإقامة بنك للمعلومات لفائدة كافة الأعضاء،
- إعداد البحوث والدراسات حول القضايا التي تهم الأعضاء.

لجنة أسواق الأوراق المالية التابعة لجماعة تنمية الجنوب الأفريقي

تأسست لجنة أسواق الأوراق المالية التابعة لجماعة تنمية الجنوب الأفريقي في يناير 1997 كمبادرة للقطاع الخاص ضمن إطار الجماعة. وعضوية اللجنة مفتوحة لكافة البلدان الأعضاء في الجماعة التي لديها بورصات منظمة وهي حاليا بوتسوانا وملاوي وموريشيوس وموزمبيق وناميبيا وسوازيلاند وجنوب أفريقيا وتنزانيا وزامبيا وزيمبابوي.

وتتمثل الأهداف الرئيسية للجنة فيما يلي:

- الحفاظ على نزاهة السوق بما يحقق العدالة بين المتعاملين ويضمن الكفاءة والشفافية ويوفر آلية مناسبة للتنبؤ الفعال بالأسعار،
- زيادة سيولة التعامل في الأسهم والسندات والمشتقات المالية وسائر الأدوات المالية الأخرى،

⁸ المصدر: Information for Africa (Mbendi), www.mbendi.co.za/orgs/cdkp.html

- تطبيق اللوائح والقوانين وحماية المتعاملين والمستثمرين،
- تعزيز مركز أسواق الجماعة وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين المحليين والدوليين،
- حشد رؤوس الأموال من أجل التنمية الاقتصادية الإقليمية،
- تحسين القدرات التشغيلية للأسواق الأعضاء في الجماعة،
- دعم الجهود الرامية لتحقيق التكامل بين الأسواق الإقليمية بقيادة القطاع الخاص،
- إرساء علاقات تعاون بين الأسواق الأعضاء والجهات التنظيمية،
- توفير أرضية للتشاور بين صانعي السياسات ومسؤولي الأسواق في المنطقة قبل الإقدام على اتخاذ أية خطوات مستقبلية في هذا المجال.

لذلك، فإن اللجنة تنادي بتطبيق السياسات والاستراتيجيات المبنية على مفهومي مواءمة وترشيد العمليات متى أمكن ذلك. ومما لا شك فيه أن تبادل المعلومات والخبرات سيلعب دوراً هاماً في هذه العملية.

اتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية

تأسس اتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية بمدينة ريو دي جينيرو البرازيلية في 27 سبتمبر 1973. وتضم البلدان الأعضاء التي لديها بورصات منظمة كلاً من الأرجنتين، والبرازيل، وشيلي، وكولومبيا، وكوستاريكا، وإكوادور، والسلفادور، وإسبانيا، والمكسيك، وبيرو، والبرتغال، والأوروغواي.

وتتمثل الأهداف الرئيسية للاتحاد فيما يلي:

- تعزيز التعاون بين البورصات الأعضاء ومساعدتها على التقدم والتطور بما يخدم مصالح كافة المتعاملين،
- التعاون مع الجهات الوطنية والدولية المعنية بالأمر القانونية والتنظيمية وباقي المسائل المتعلقة بالأسواق المالية بهدف توحيد المعايير واللوائح الخاصة بتداول الأوراق المالية وإصدارها والتوسط فيها وإيداعها وحفظها،

- تعزيز التكامل بين البورصات الأعضاء وحفر النشاط البيئي والتداول الحر للأوراق المالية الصادرة في أي منها،
- تشجيع وضع القواعد والإجراءات التي تضمن الملاءة والكفاءة والمشروعية والتوزيع العادل للمعلومات على كافة المدخرين والمستثمرين في البورصات الأعضاء.

اتحاد أسواق الأوراق المالية اليورونكست⁹

تأسس اتحاد أسواق الأوراق المالية اليورونكست، وهو أول بورصة أوروبية، في سبتمبر 2000 من خلال اندماج بورصات أمستردام وبروكسل وباريس. ويُعدُّ يورونكست قوة الدفع الرئيسية لعملية توحيد أسواق رأس المال الأوروبية وهو يستمد قوته من قوة البورصات الثلاث المذكورة. وقد جاء تأسيس الاتحاد استجابة للطلب المتزايد من السوق لتهيئة المناخ المناسب من أجل الارتقاء بالتكامل بين أسواق رأس المال الأوروبية وسد الحاجة المتنامية إلى السيولة وخفض التكلفة نتيجة البدء في تداول العملة الأوروبية الموحدة "اليورو".

ويتمتع اليورونكست بأكبر رسملة سوقية في منطقة اليورو (نسبة 51% من المجموع)، ويمثل أكبر سوق للسلع في أوروبا وأكبر سوق للخيارات على مستوى العالم. ويُعتبرُ اليورونكست بحق اندماجا دوليا بما يشمل من وحدات أعمال وكوادر إدارية وحملة أسهم وأعضاء من مختلف الجنسيات.

ولا يعد اليورونكست كيانا اندماجيا فحسب إذ أنه مشروع مفتوح أيضا. وهو يدير عملياته من خلال ثلاثة فروع منفصلة هي فرع أمستردام وفرع بروكسل وفرع باريس. وتخضع هذه الفروع الثلاثة وأسواقها المنظمة للضوابط المحلية التي تنظم عمل البورصات الرسمية.

ويهدف اليورونكست إلى النهوض بأسواق رأس المال في أوروبا وإلى وضع معايير عالمية للأسواق المالية في مجال خدمات المعلومات والتداول والمقاصة والتسوية. كما أنه يسعى إلى إقامة تحالفات تعزز من كفاءة سوق رأس المال الأوروبي وتوسع نطاقه. ويرمي اليورونكست أيضا إلى تقديم خدمات رفيعة المستوى للعملاء والوسطاء والمستثمرين ومصدري الأوراق المالية. وفي هذا السياق، استبدل الاتحاد أسلوب تعامل المقصورة بتعامل الشاشة، وقام بإنشاء سوق متكاملة تجمع عمليات الاكتتاب والتداول والتصفية والمقاصة والتسوية. وكما هو الحال بالنسبة للبورصات الثلاث المؤسسة، فإن الاتحاد عضو في اتحاد الأسواق المالية الأوروبية.

⁹ عنوان موقعه على شبكة الإنترنت هو: www.euronext.com.

نوركس

يمثل نوركس تحالفا استراتيجيا بين بورصات منطقة شمال أوروبا، ويهدف إلى تقديم خدمات تتميز بالجودة وفعالية التكلفة للمستثمرين ومصدري الأوراق المالية والأعضاء من تلك المنطقة. ويرتكز نوركس، الذي يوفر مجموعة متنوعة من فرص الاستثمار، على مبادئ العضوية المتبادلة، وتوحيد نظام التداول، والإطار التنظيمي في البورصات الأعضاء.

لذلك، فقد هيأت البورصات الأعضاء الأرضية من أجل التداول عبر الحدود وإن كانت لا تزال هناك حاجة إلى نظام موحد للتسوية والمقاصة يُفترض تليبيتها من خلال توجه متكامل. ويهدف تحالف نوركس أيضا إلى موازنة القواعد واللوائح والمتطلبات بين البورصات الأعضاء فيما يتعلق بالتداول والعضوية.

4. نماذج التداول المتبادل بين أسواق الأوراق المالية

التسجيل عبر الحدود

التسجيل عبر الحدود هو السماح بتسجيل وتداول الأوراق المالية المسجلة لدى بورصة محلية في البورصات الأجنبية. وتخضع الأوراق المالية المسجلة عبر الحدود إلى القواعد واللوائح السارية على البورصات المحلية. وعلى الرغم من أن هذا النوع من التسجيل يرتبط بترجيح الشركات المتعاملة، إلا أن البورصات يمكنها تسهيل هذه العملية من خلال فتح أسواقها للأوراق المالية المسجلة في البورصات الأخرى على أساس المراسلة.

العضوية المتبادلة

العضوية المتبادلة هي قبول عضوية الأعضاء في بورصات أخرى، وهي وسيلة تتيح للمؤسسات الوسيطة الدخول بصورة مباشرة إلى البورصات الأجنبية. وتتحقق العضوية المتبادلة من خلال أحد نظامين: أولهما هو العضوية عن بعد، والثاني هو الشراء أو البيع من خلال وسيط عامل في البلد الذي يتم فيه التداول.

بالنسبة للعضوية عن بعد، يقوم المستودع المركزي للأوراق المالية بفتح حساب نقدي وآخر للأوراق المالية للأعضاء عن بعد أو للمستودع المركزي ببلدهم الأصلي في نظام التسوية لدى البلد الذي يجري فيه التداول (انظر الجدول 1). كما يمكن إقامة علاقة المراسل النقدي عند الضرورة.

ويمكن إبرام اتفاقية موحدة للحفاظ لحل المشاكل التي قد تطرأ نتيجة لاختلاف الممارسات بين الأسواق. ويتشكل أعضاء التسوية أساساً من الوسطاء الأجانب أو المستودعات المركزية في بلدانهم. وتم تسوية الأوراق المالية ودفع قيمتها بواسطة المستودع المركزي في البلد الذي يتم فيه التعامل.

أما بالنسبة لنظام الشراء والبيع من خلال وسيط في البلد الذي يتم فيه التعامل، فإن الوسطاء الأجانب يتعاملون مباشرة من خلال وسيط محلي (انظر الجدول 1). وعلى الرغم من أن هذا الأخير يمثل طرفاً مباشراً في التسوية، فإنه إذا أحل بالتزاماته، يكون الوسطاء الأجانب أو البورصة أو مؤسسة التسوية التي ينتمون إليها هم الطرف المسؤول عن الوفاء بتلك الالتزامات. لذلك، يتم التوقيع على اتفاق بين الوسطاء المحليين والأجانب من جهة والبورصات ومؤسسات التسوية التي يتبعونها من جهة أخرى. وتم تسوية الأوراق المالية والنقد بواسطة المستودع المركزي في البلد الذي يتم فيه التعامل.

الجدول 1

أ) العضوية عن بعد	يقوم المستودع المركزي للأوراق المالية بفتح حساب نقدي وآخر للأوراق المالية باسم العضو عن بعد أو باسم المستودع المركزي في بلده الأصلي في نظام التسوية بالبلد الذي يتم فيه التعامل.
أعضاء التسوية	الوسطاء الأجانب أو المستودع المركزي للأوراق المالية ببلدهم الأصلي.
تسوية الأوراق المالية والنقد	تتم بواسطة المستودع المركزي للأوراق المالية بالبلد الذي يتم فيه التعامل.
ب) الشراء والبيع بواسطة وسيط بالبلد الذي يتم فيه التعامل	يمكن للوسطاء الأجانب التعامل بصورة مباشرة من خلال وسيط محلي.
أعضاء التسوية	الوسطاء المحليون.
تسوية الأوراق المالية والنقد	تتم بواسطة المستودع المركزي للأوراق المالية بالبلد الذي يتم فيه التعامل.

المصدر: مستخرج من موقع مكتب منظمة الأمم المتحدة في أوروبا على شبكة الإنترنت وعنوانه: www.unece.org.

منصة التداول المشترك

منصة التداول المشترك هي محفل مركزي للتداول يقام لتهيئة الفرصة للتعامل بصورة جماعية في الأوراق المالية للشركات ضمن نطاق البلدان الأعضاء ووفق المبادئ التي تتفق عليها البورصات المشاركة. وتتضمن تلك المبادئ قواعد خاصة ترتكز عليها البنية الأساسية القانونية والتنظيمية

والفنية لمنصة التداول. ويوجد توجهاً مختلفان بالنسبة لأسلوب عمل المنصة. فبموجب التوجه الأول، تعمل المنصة كنظام مركزي تشرف عليه لجنة تنفيذية مكونة من ممثلين عن البورصات الأعضاء وتديره جهة اعتبارية أو بورصة تعمل ضمن نطاق أحد البلدان المشاركة. وبموجب هذا التوجه، يتم الحفاظ على النظم القائمة بالنسبة للبورصات المحلية بينما تضع البورصات المشاركة نظاماً جديداً للتداول ضمن إطار المنصة.

أما التوجه الثاني، فيتضمن نظاماً لتوجيه الطلبات دون الحاجة إلى إقامة نظام مركزي. وضمن هذا النموذج، تعتمد البورصات المشاركة نظاماً جديداً للتداول أو تقام نقطة اتصال مشتركة بينها بحيث تتسنى لكافة البورصات المعنية فرصة المشاركة في إدارة المنصة التي ستصبح جهة اعتبارية.

ومن ناحية أخرى، وبغض النظر عن كون نموذج المنصة مركزياً أو غيره، فإن أعضاء التسوية في هذه الحالة سيتألفون من الوسطاء وجهات الحفظ المحلية أو المستودعات المركزية للأوراق المالية بالبلدان الأعضاء. إلا أن تعدد المؤسسات المعنية بتلك المعاملات قد يؤدي إلى بعض المخاطر. كما أن القواعد واللوائح المعمول بها في بعض البلدان قد تحول دون أن تصبح بعض المستودعات المركزية أعضاء في مثل تلك الأنظمة. وقد تؤدي مخاطر التسوية الخاصة بالوسطاء أيضاً إلى بعض المشاكل بالنسبة لتلك المستودعات.

5. النموذج المقترح للاتحاد الإسلامي للأوراق المالية

الوضع الحالي

كما يتبين من التجارب المعروضة في ما سبق من هذه الورقة، يتوقف النموذج المقترح للاتحاد الإسلامي للأوراق المالية أساساً على مستوى التطور الذي بلغته الأسواق الرئيسية في بلدان المنظمة. ويعرض الملحق الإحصائي فكرة عامة عن هذا الوضع. فالجدول الأربعة الملحق تعرض وضع البورصات الإسلامية بالمقارنة بالأسواق النامية والناشئة والمتقدمة. وتمثل معايير المقارنة المستخدمة من قبل مؤسسة التمويل الدولية في: مستويات الرسمة (الجدول 1)، والقيمة المتداولة (الجدول 2)، وعدد الشركات المسجلة (الجدول 3)، وترتيب الأسواق الإسلامية ضمن أكبر 40 سوقاً على مستوى العالم (الجدول 4).

عبر واستنتاجات

في ضوء مختلف النماذج القائمة التي سبقت مناقشتها في هذه الورقة، يمكن الخروج بالعبر والاستنتاجات التالية:

- يمكن أن يكون الاتحاد المقترح بين بورصات بلدان المنظمة في شكل اندماج أو اتحاد كامل على غرار اليورونكست، أو اتحاد محكم على غرار اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية، أو تنظيم أكثر مرونة على غرار اتحاد أسواق الأوراق المالية الأورو-آسيوية أو اتحاد جنوب آسيا للأوراق المالية. ويوجد خيار ثالث للاتحاد المقترح يتمثل في إقامة منتدى على غرار الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية يُعنى فقط بتمثيل الأسواق الأعضاء ويشكّل محفلاً لاجتماعاتها ويقدم بعض الموارد والخدمات المشتركة لفائدتها.
- يتطلب خيار الاندماج الكامل تحقيق درجة عالية من التكامل وبلوغ مستويات متقاربة من التطور وإيفاء شروط متشددة ومحكمة. لذلك، لا يُعدُّ هذا الشكل من أشكال التعاون عملياً في المرحلة الأولى على مستوى منظومة المؤتمر الإسلامي ككل وإنما قد يناسب مجموعات أصغر حجماً من بين المجموعات القائمة بين أعضائها على المستوى الإقليمي أو الإقليمي الفرعي مثل مجلس التعاون الخليجي.
- أما الخياران المتبقيان فيبدوان معقولين ويمكن أن يشكلاً نموذجاً للتعاون بين بلدان المنظمة في هذا المجال. وفي كليّ الحالتين، ينبغي ألا تكون عضوية التحالف مفتوحة سوى لأسواق الأوراق المالية المعتمدة في البلدان الأعضاء، بل كذلك لأسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة في مرحلة لاحقة.
- وباعتماد التوجه التدريجي، يمكن اعتبار إقامة اتحاد بين أسواق الأوراق المالية مجرد اقتراح مبدئي على أن يُعتبر ضمُّ أسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة مجالاً للتطوير المستقبلي بعد بلوغ الأسواق الأعضاء مرحلة النضج.
- قد يكون خيار التحالف المستحکم هو الأفضل بالنسبة لمشاريع التعاون الأكثر تكاملاً. إلا أنه يتطلب وجود فريق مترابط ودرجة عالية من التجانس والتنسيق بين السياسات الاقتصادية للأعضاء. ولئن يبدو هذا الخيار صعب التحقيق في البداية، إلا أنه جدير بالدراسة. ولذلك ينبغي اعتماده كهدف نهائي للتعاون بين البلدان الأعضاء بالمنظمة في هذا المجال.
- من هذا المنطلق، توصي الورقة بأن يبدأ التعاون بين بلدان المنظمة في هذا المجال من خلال إقامة اتحاد مرن نسبياً تحت مسمى "الاتحاد الإسلامي للأوراق المالية" يقتصر عمله على فترة تمهيدية محددة، من 3 إلى 5 أعوام مثلاً، يصبح خلالها تدريجياً أكثر شمولية والزاماً على أن يأخذ شكله النهائي المنظور له خلال مدة لا تتجاوز العشرة أعوام من تاريخ تأسيسه.
- ينبغي أن يضم الاتحاد في شكله النهائي كافة المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في مجال إصدار الأوراق المالية وتداولها وتسجيلها وتسويتها وتحويلها.

- ينبغي أن يكون للاتحاد المقترح ميثاقاً يتضمن أهدافه وهيكله التنظيمي وقواعد عمله والمراحل الزمنية لتطويره.
- وكخيار بديل، يمكن أن يتم التعاون بين بلدان المنظمة من خلال إقامة محفل مشترك يكون مزوداً بقدر محدود من الموارد المشتركة ويقدم قدرًا محدوداً من الخدمات.

أهداف الاتحاد المقترح

سيهدف الاتحاد الإسلامي لأسواق الأوراق المالية أساساً إلى حشد الموارد المالية ضمن العالم الإسلامي وإلى تمكين الشركات والمؤسسات الإسلامية من الحصول على الموارد التي تحتاجها. ولتحقيق هذين الهدفين، سيسعى الاتحاد إلى هئية البيئة المناسبة لالتقاء المدخرين والمستثمرين من خلال بناء الثقة بين المدخرين وتوفير الأمن والضمانات اللازمة للمستثمرين.

وتمشياً مع التجارب القائمة، يمكن تلخيص وظائف الاتحاد فيما يلي:

- العمل كمحفل من أجل الاتصال والتداول والتحليل لأسواق رأس المال بالبلدان الأعضاء،
- النهوض بأسواق رأس المال في البلدان الأعضاء،
- تيسير الاستثمار الأجنبي في أسواق رأس المال بالبلدان الأعضاء،
- الإسهام في تطوير الأسواق المالية المنظمة بالبلدان الأعضاء والارتقاء بمستوى تنظيمها وكفاءتها،
- تنسيق معايير العمل لتسهيل التعامل المحلي وعبر الحدود في الأوراق المالية،
- دعم البورصات الصاعدة في بلدان المنظمة لتطوير أسواقها وفق المعايير المعترف بها دولياً من خلال تقديم الدراية الفنية والخبرات والتسهيلات،
- وضع البرامج والخطط الكفيلة بتحقيق التقارب بين الأسواق الأعضاء من حيث القواعد والإجراءات والمعايير. بما يعزز انسجامها وتكاملها التدريجي،
- دعم الهدف المتمثل في إقامة سوق إسلامية مشتركة من خلال تحقيق التكامل بين أسواق رأس المال في البلدان الأعضاء،
- إجراء دراسات ميدانية والاحتفاظ بقيود إحصائية حول البورصات الأعضاء،

- الإسهام في عمليتي التخصصية وإلغاء الضوابط التقييدية في بورصات البلدان الأعضاء لتخليصها من القيود والشروط القائمة التي تخدم المصالح الوطنية أساساً،
- مساعدة الأعضاء على توزيع المعلومات الخاصة بأسواقهم،
- تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأعضاء في المحافل الدولية مثل الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية والمنظمة الدولية لإدارة الأوراق المالية.

الخطوات المقترحة لإقامة اتحاد إسلامي لأسواق الأوراق المالية

الخطوة الأولى: الاعتماد المبدئي

يمكن رفع مشروع تأسيس الاتحاد إلى هيئات صنع السياسات بالمنظمة لاستصدار قرار مبدئي بدعومه وبتشكيل لجنة خاصة مؤلفة من خبراء رفيعي المستوى وممثلين عن البورصات وغرف المقاصة وباقي المؤسسات ذات العلاقة في بلدان المنظمة من أجل دراسته وإعداد تقرير مفصل حول سبل البدء في تنفيذه. ويتم مناقشة التقرير ضمن إطار لجنة الكومسيك قبل رفعه إلى المحافل العليا في المنظمة لاعتماده بصورة نهائية.

الخطوة الثانية: مرحلة اللجنة

تقوم اللجنة المذكورة آنفاً بإجراء دراسة متكاملة للمشروع وإعداد تقرير شامل يتضمن جوانبه القانونية والمؤسسية والمالية والتشغيلية بالإضافة إلى خطة واضحة ومفصلة حول مراحل تنفيذه مع الأخذ في الاعتبار المقترحات التي يطرحها هذا التقرير وأية ملاحظات أو مقترحات قد تبدر خلال المرحلة التمهيديّة.

ويتعين أن تضم اللجنة، إلى جانب الخبراء الذين سيتولون تقديم الموضوع وإدارته، مدراء أو ممثلين عن البورصات الإسلامية القائمة وباقي المؤسسات ذات العلاقة، وخبراء بارزين في مختلف الجوانب المتعلقة بالمشروع والتي من بينها ما يلي:

1. الجانب القانوني، ويتضمن الإطار القانوني للاتحاد، وشكل اتفاقية تأسيسه، ونظام عمله، وميثاقه، ولوائحه التي تنظم جوانبه التشغيلية، وإجراءات عضويته، والأهلية لتلك العضوية.

2. الجانب المؤسسي، ويتناول دراسة أفضل أنواع المؤسسات التي تخدم أغراض بلدان المنظمة. والسؤال الأساسي الذي ينتظر الجواب في هذا السياق هو: ما هو الشكل الأنسب لتحالف بورصات بلدان المنظمة وما هو الاسم الملائم لذلك التحالف؟
3. الجوانب التشغيلية أو العملية للمشروع، وتتضمن وضع خطة تشمل الإطار الزمني لتنفيذ المشروع والمتطلبات المالية لذلك.
4. الجوانب الإجرائية والتنظيمية، وتُعنى بالتنظيم الداخلي للاتحاد المقترح وبالنظام الذي سيدير من خلاله.

الخطوة الثالثة: مرحلة الاعتماد النهائي

تشمل هذه المرحلة الخطوات التي يتعين اتخاذها بين مرحلة تشكيل اللجنة ونقطة إصدار القرار النهائي حول المشروع، وهي تتضمن المشاورات على مختلف مستويات منظمة المؤتمر الإسلامي ومؤسساتها حول تقرير اللجنة وتوصياتها. ويتم عرض التقرير والتوصيات بالإضافة إلى النتائج التي تسفر عنها مرحلة التشاور على المحافل العليا بالمنظمة لإصدار القرار النهائي حول تنفيذ المشروع.

6. الملاحظات الختامية

يمثل الاتحاد الإسلامي لأسواق الأوراق المالية وغرف المقاصة مشروعاً هاماً وحيوياً من أجل التعاون بين بلدان المنظمة عموماً ومن أجل تحقيق الهدف المتمثل في إقامة سوق إسلامية مشتركة على وجه الخصوص. فمن خلال هذا المشروع، ستعتمد البورصات وغرف المقاصة وسائر المؤسسات المالية ذات العلاقة القائمة إلى تنسيق وتوحيد سياساتها ولوائحها وإجراءاتها في محاولة لمواءمتها مع النظم والممارسات المعمول بها عالمياً. وستساعد هذه العملية البورصات وأسواق رأس المال في بلدان المنظمة على التكامل بما يجعلها مجموعة معترفاً بها وقوة لها وزنها في الأسواق المالية العالمية.

توجد علاقة ذات وجهين بين قوة أي تحالف من جهة، وقوة العلاقة التي تربط بين أعضائه وإمكانية التكامل بينهم من جهة أخرى. لذلك فإنه كلما كانت البورصات الإسلامية وسائر المؤسسات والأسواق ذات العلاقة أكثر تكاملاً أو أكثر قدرة على التكامل، زادت قوة التحالف المقترح بينها، والعكس صحيح.

وتقترح هذه الورقة أن يتم التحالف المقترح بين البورصات وغرف المقاصة في بلدان المنظمة بصورة تدريجية بحيث يبدأ بإقامة اتحاد مرناً يتحول بمرور الوقت إلى شكل أكثر انضباطاً وتماسكاً.

لذلك، فهي توصي بتشكيل لجنة خاصة مؤلفة من خبراء رفيعي المستوى وممثلين عن البورصات وغرف المقاصة في بلدان المنظمة على اعتبار أن الموضوع فني إلى درجة كبيرة ويتطلب تجنيد أصحاب الخبرة والمعرفة في هذا المجال. وتمثل مهمة اللجنة في دراسة المشروع ومناقشة حدوده وتحديد المراحل المختلفة لتنفيذه ضمن إطار زمني. وتُقدّم اللجنة تقريراً مفصلاً بهذا الخصوص إلى لجنة الكومسيك تمهيداً لرفعه إلى المحافل العليا بالمنظمة لإصدار القرار النهائي بشأنه.

المراجع

- Ariman P. (2002), Introduction to FESE's 6th Annual Convention, FESE General Secretary, Brussels,
<http://www.fese.be/efmc/2002/introduction.htm>.
- Bank for International Settlements (BIS) (2001), Recommendations for Securities Settlement Systems, Bank for International Settlements (BIS), Basel, November 2001.
- Euroclear System, Euroclear Operations Centre, Morgan Guaranty Trust Company of New York, Brussels, Belgium.
- Euronext Web Site, <http://www.euronext.com>.
- European Union (EU) Web Site (2001), Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the EU,
http://www.europa.eu.int/comm/economy-finance/publications/giovannini/1101_en.pdf.
- Federation of European and Asian Stock Exchanges (FEAS) Web Site,
<http://www.feas.com>.
- Federation of European Stock Exchanges (FESE) Web Site, <http://www.fese.be>.
- Federacion Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIABV) Web Site,
<http://www.fiabv.org>.
- Fuller T. (2002), Forging a 'constitution' for Europe, International Herald Tribune, Frankfurt, February 27, 2002, p.1 and p.4.
- Glenn G. Munn, Revised by Garcia, F. L. 1984, *Encyclopaedia of Banking and Finance*, 8th Edition, Bankers Publishing Company, Boston, pp.892-3.
- Information for Africa (Mbendi) Web Site,
<http://www.mbendi.co.za/orgs/cdkp.htm>.
- International Federation of Stock Exchanges (FIBV) Web Site, <http://www.world-exchanges.org>.

International Finance Corporation (IFC) (1999), *Emerging Stock Markets Factbook*, International Finance Corporation, 2121 Pennsylvania Avenue, NW, Washington, D.C. 20433 USA.

International Finance Corporation (IFC) (2001), *Emerging Stock Markets Factbook 2001*, International financial Corporation, 21221 Pennsylvania Avenue, NW, Washington, DC 20433 USA.

International Monetary Fund (IMF) (2000), *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*, International Monetary Fund.

London Stock Exchange, Economic and Monetary Union (EMU), Market Information Update.

NOREX Web Site, <http://www.norex.com>.

Objectives and Principles of Securities Regulation (Executive Summary and parts I, II and III), IOSCO Public documents, www.iosco.org.

Peter Newman, Murray Milgate, John Eatwell (eds.), *THE NEW PALGRAVE* (3) 1994, *Dictionary of Money and Finance*, Macmillan 1994, pp. 563-594.

Walmsley, Julian 1979, *A Dictionary of International Finance*, The Macmillan Press Ltd., p. 234

International Federation of Stock Exchanges Web Site, www.fibv.com.

Federation of Euro Asian Stock Exchanges (FEAS) Web Site, www.feas.org.

South Asia Federation of Exchanges (SAFE) Web Site, <http://www.safe-asia.org>.

Southern African Development Community (SADC) Exchanges' Committee, http://www.jse.za/information/SADC/1_sadc.htm.

Standard & Poor's Web Site, www.spglobal.com.

Federation of European Securities Exchanges (FESE), Web Site www.fese.be and www.fese.org.

JSE (Johannesburg Stock Exchange) Securities Exchange South Africa, Home of the Federation of African Stock Exchanges, www.jse.co.za.

Chittagong Declaration 16th January 2000, www.safe-asia.org.

International Organisation of Securities Commissions Web Site, General Information on IOSCO, www.iosco.org.

United Nations Office in Europe's Web Site, <http://www.unece.org>.

الملحق الإحصائي

الجدول 1: رسملة أسواق البلدان الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي، 1990-2001

(مليون دولار، مستويات نهاية الفترة)

2000	1999	1998	1997	1996	1995	1990	السوق
الأسواق الصاعدة في بلدان المنظمة							
		3					أذربيجان
6624	7155	6770					البحرين
1186	865	1034	1537	4551	1338	321	بنغلاديش
28741	32838	24381	20830	14173	8088	1765	مصر
26834	64087	22104	29105	91016	66585	8081	إندونيسيا
34041	21858	14874	15123	17024	6552		إيران
4943	5827	5838	5446	4551	4670	2001	الأردن
1342	2265	1831	1342				كازخستان
1583	1921	2385	2904		400		لبنان
116935	145445	98557	93608	307179	222729	48611	ماليزيا
10899	13695	15676	12177	8705	5951	966	المغرب
4237	2940	2887	3646	3560	2033	1372	نيجيريا
3463	4302	4392	7108	2662	1978		عمان
6581	6965	5418	10966	10639	9286	2850	باكستان
		293	705				فلسطين
67171	60440	42563	59386	45861	40907		السعودية
2828	2706	2268	2321	4263	3927	533	تونس
69659	112716	33646	61090	30020	20772	19065	تركيا
50	119		465	128			أوزبكستان
2691452	3112461	1825231	2142082	2225110	1901072	613322	أسواق الرقم القياسي لمؤسسة التمويل الدولية
2739726	3152068	1855259	2167329	2248073	1910685	613621	الرقم القياسي لكافة الأسواق الصاعدة
الأسواق المتقدمة في بلدان المنظمة							
20772	18814	18131	26013	21840	14353		الكويت
23262	38211	33284					الإمارات
2952070	3299668	2509270	2094914	1800458	1587740	878477	كافة الأسواق المتقدمة
7	3	2	8	4	2	0	
3226043	3614875	2694796	2311647	2025265	1778808	939839	الإجمالي العالمي
3	1	1	7	7	7	1	

المصدر: دليل مؤسسة التمويل الدولية حول أسواق الأوراق المالية الصاعدة 2001، ص 33-34.

الجدول 2: القيمة المتداولة في أسواق بلدان المنظمة، 1990-2000

(مليون دولار، مستويات نهاية الفترة)

2000	1999	1998	1997	1996	1995	1990	السوق
							الأسواق الصاعدة في بلدان المنظمة
							أذربيجان
247	444	577					البحرين
768	789	789	385	722	158	5	بنغلاديش
11120	9038	5028	5859	2463	677	91	مصر
14311	19903	10610	42927	32142	14403	541	إندونيسيا
4998	2270	1389	1212	2617	741		إيران
416	548	653	501	297	517	652	الأردن
89	19	26	2				كازخستان
118	97	328	640				لبنان
58500	48512	29869	153292	173568	76822	6888	ماليزيا
1094	2530	1390	1061	432	2426	16	المغرب
263	145	161	132	72	14	4	نيجيريا
553	529	1943	3880	545	211		عمان
32974	21057	9038	11369	6054	3210	193	باكستان
199	150	69	25				فلسطين
17313	14816	13712	16549	6773	6194		السعودية
626	420	186	260	281	663	32	تونس
179269	81277	68464	59105	36831	51392	798	تركيا
19	37		43	70			أوزبكستان
494617	319778	241323	237245	157013	104544	116921	أسواق الرقم القياسي لمؤسسة
7	5	1	5	4	9	9	التمويل الدولية
4051190	311109	241519	237434	157293	104628	116921	الرقم القياسي لكافة الأسواق
5	1	4	7	9	7	9	الصاعدة
							الأسواق المتقدمة في بلدان المنظمة
4210	6061	9333	34576	19203	6389	1709	الكويت
118							الإمارات
4381789	2724934	2016928	1611747	1202840	9180430	629877	كافة الأسواق المتقدمة
3	5	9	6	6		8	
4706918	3936043	2257547	1849183	1368135	1022671	746799	الإجمالي العالمي
6	5	9	1	3	7	7	

المصدر: دليل مؤسسة التمويل الدولية حول أسواق الأوراق المالية الصاعدة 2001، ص 36-37.

الجدول 3: عدد الشركات المحلية المسجلة في بورصات بلدان المنظمة، 1990-2000

(مستويات نهاية الفترة)

2000	1999	1998	1997	1996	1995	1990	السوق
الأسواق الصاعدة في بلدان المنظمة							
		2					أذربيجان
41	41	38					البحرين
221	211	208	202	186	183	134	بنغلاديش
1076	1033	861	654	649	746	573	مصر
290	277	287	282	253	238	125	إندونيسيا
304	292	275	258	220	169		إيران
163	152	150	139	98	97	105	الأردن
23	17	18					كازخستان
12	12	12	9		3		لبنان
795	757	736	708	621	529	282	ماليزيا
63	56	53	49	47	44	71	المغرب
196	194	186	182	183	181	131	نيجيريا
131	140	131	114	94	80	55	عمان
762	765	773	781	782	764	487	باكستان
24	23	20	19				فلسطين
75	73	74	70	70	69		السعودية
44	44	38	34	30	26	13	تونس
315	285	277	257	229	205	110	تركيا
5	4		4	4			أوزبكستان
25253	2454 6	2479 5	1860 3	1863 9	1681 7	8995	أسواق الرقم القياسي لمؤسسة التمويل الدولية
25937	2680 0	2635 4	2007 5	1994 9	1795 4	9101	الرقم القياسي لكافة الأسواق الصاعدة
الأسواق المتقدمة في بلدان المنظمة							
77	76	69	74	60	52		الكويت
54	63		44				الإمارات
23996	2227 7	1992 7	2003 3	2013 8	1881 7	1632 3	كافة الأسواق المتقدمة
49993	4055 7	4574 3	3912 7	3993 6	3660 1	2542 4	الإجمالي العالمي

المصدر: دليل مؤسسة التمويل الدولية حول أسواق الأوراق المالية الصاعدة 2001، ص 38-39.

الجدول 4: بلدان المنظمة ضمن أكبر 40 بلدا في العالم

الترتيب حسب					
عدد الشركات المحلية المسجلة		إجمالي القيمة المتداولة		رسملة السوق	
الترتيب	البلد	الترتيب	البلد	الترتيب	البلد
10	مصر	19	تركيا	25	ماليزيا
15	ماليزيا	30	باكستان	29	تركيا
17	باكستان	34	السعودية	30	السعودية
26	تركيا	37	إندونيسيا	37	إيران
27	إيران	39	مصر		
30	إندونيسيا				
40	بنغلاديش				
7	المجموع	5	المجموع	4	المجموع

المصدر: دليل مؤسسة التمويل الدولية حول أسواق الأوراق المالية الصاعدة 2001، ص 40.