



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة-



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية

قسم العلوم الاقتصادية

دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي

دراسة حالة : " الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي "

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد دولي

إشراف الدكتورة:

رايس حدة

إعداد الطالب:

بن دحان الياس الأزهر

أعضاء لجنة المناقشة:

د. بن بريكة عبد الوهاب	.....	(جامعة بسكرة) رئيساً
د. رايس حدة	.....	(جامعة بسكرة) مقرراً
د. خونوي رابح	.....	(جامعة بسكرة) ممتحناً
د. برحومة عبد الحميد	.....	(جامعة المسيلة) ممتحناً

السنة الجامعية: 2012 - 2013



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة-



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية

قسم العلوم الاقتصادية

دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي

دراسة حالة : " الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي "

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد دولي

إشراف الدكتورة:

رايس حدة

إعداد الطالب:

بن دحان الياس الأزهر

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيساً	(جامعة بسكرة)	.....	د. بن بريكة عبد الوهاب
مقرراً	(جامعة بسكرة)	.....	د. رايس حدة
ممتحناً	(جامعة بسكرة)	.....	د. خونوي رابح
ممتحناً	(جامعة المسيلة)	.....	د. برحومة عبد الحميد

السنة الجامعية: 2012 - 2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

الحمد لله الذي يسر لي سبيلا لم يكن دون عونه أن أجده و أثابر السير فيه

فله بذلك الحمد و المنة

إلى والدي الكرمين

إلى إخوتي دفي البيت وسعاده

إلى أحبتي، أصدقائي و زملائي.

الياس

كلمة شكر

لله الفضل من قبل ومن بعد على ما أنعم وسهل و أرشد فله الحمد و الشكر كله و الصلاة والسلام على رسوله الأمين سيدنا محمد بن عبد الله وعلى آله وصحبه ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين ، وبعد،،،

فإنه يسعدني و أنا بهذا المقام أن أتقدم بكل معاني الشكر و الإحترام و التقدير إلى الأستاذة المشرفة الدكتورة راييس حدة التي تفضلت بالموافقة على الإشراف على هذه المذكرة وعلى ما قدمته من إرشادات و توجيهات ونصائح كان لها بالغ الأثر في إنجاز هذا العمل، كما أحيى فيها روح التواضع و المعاملة الطيبة فجازاها الله عني كل خير

كما أتقدم بكل شكري و تقديري و إحترامي إلى الأساتذة أعضاء اللجنة الموقرة الذين وافقوا على مناقشة هذه المذكرة

ويطيب لي بكل فخر أن أتوجه بخالص الشكر و التقدير إلى كافة أساتذة ماجستير الإقتصاد دولي
دفعة 2011/2010

كما أتقدم بالشكر إلى عائلتي الكريمة لا وفرته لي من راحة حتى أتمت هذه المذكرة وأخص بالذكر والدي الكريمين أطال الله في عمرهما و أمدهما بالصحة والعافية

وختاماً أتقدم بالشكر لكل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل.

" اللهم إغننا بما علمتنا و انفع غيرنا بعملنا "

المخلص

لقد برزت أهمية التكامل بين البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي بعدما أثبتت تجارب الربط بين البورصات العربية من خلال الإتفاقيات الثنائية والثلاثية قدرتها على تجاوز العديد من العوائق التي كانت تواجه باقي مداخل التكامل الإقتصادي العربي والتي يعد أهمها إختلاف القوانين والتشريعات بين الدول العربية، وتتجلى أهمية هذا المدخل في ظل عجز مدخل التحرير التجاري عن الوصول إلى أدنى مراحل التكامل الإقتصادي والمتمثل في إقامة منطقة تجارة حرة.

وأصبح بذلك التكامل بين البورصات العربية يشكل خطوة أساسية لدعم التكامل الإقتصادي العربي وآلية مهمة لرفع من حجم التبادلات التجارية بين الدول العربية من خلال توفيره للسيولة اللازمة وبالتالي سيدعم مدخل التحرير التجاري.

وقد تطرقت هذه الدراسة إلى واقع البورصات العربية وأهم خصائصها، و أبرزت من خلالها محدودية دور البورصات العربية داخل إقتصادياتها والعوائق التي تواجهها وتحد من قدرتها على النمو والتطور حيث أصبح ضعف أدائها وتخلفها أمراً يهدد بقائها وإستمرارها في ظل المنافسة الشديدة التي فرضتها عليها البورصات المتقدمة والناشئة على حد سواء، ويعتبر التكامل بين البورصات العربية أحد الخيارات الإستراتيجية المطروحة أمام البورصات العربية لرفع من أدائها وقدراتها على مواجهة المنافسة الخارجية، وقد حاولت هذه الدراسة تحديد أهم الشروط التي من المهم أن تتوفر في النموذج المختار للربط بين البورصات العربية حتى لا تصبح عملية الربط بين البورصات العربية مجرد عملية فنية لا تساهم في الرفع من حجم التعاملات بالأوراق المالية عبر الحدود بين الدول العربية.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن تفعيل التكامل بين البورصات العربية من شأنه أن يسهل إنسياب الأموال داخل الوطن العربي ما يشجع على قيام إستثمارات عربية مشتركة يقودها القطاع الخاص بدعم التعاون بين الدول العربية في مختلف المجالات وتشكل لبنة أساسية لقيام التكامل الاقتصادي العربي.

الكلمات المفتاحية: البورصات العربية، التكامل بين البورصات العربية، أسواق الأوراق المالية العربية، الربط بين البورصات.

Abstract

The importance of integration between Arab stock exchanges, has emerged in the support of Arab economic integration; After trials have shown the link between Arab stock exchanges through bilateral and triple agreements, its capacity to overcome many of the obstacles that it was facing; The rest of the Arab economic integration approaches; The most important obstacles: The difference between the laws and regulations among the Arab countries, the importance of this approach reflected on the inability of trade opening approach, to access to the lowest economic integration stages, and that would be “The Establishing The Free Trade Zone”.

The integration between the Arab stock markets became an essential step to support the Arab economic integration, and an important mechanism to raise the volume of trade exchanges between the Arab countries; This will be applied by providing the necessary liquidity, and therefore; The mechanism will support the approach of free trade.

This study Has addressed to the reality of Arab Stock Exchanges and its most important characteristics, also highlighted the limited role of Arab Stock Exchanges within their economies, the obstacles they may face and limit their ability to grow and develop; The poor performance and failure of the Stock Exchanges became a threat to its survival and continuity under the strong competition imposed by the developed and emerging stock exchanges; The integration of Arab Stock Exchanges is considered one of the issued strategic choices, to raise their performances and capabilities to face the foreign competition; This study has tried to determine the most important conditions, that should to be available for the chosen form to link between the Arab stock exchanges; To prevent the linking step between the Arab stock exchanges, from becoming just a bureaucratic process, which does not contribute to increase the volume of transactions in securities across the border between the Arab countries.

The study concluded that the activation of integration between Arab stock exchanges would facilitate the flow of funds within the Arab world; Which encourages the establishment of a common Arab investments; Driven by the private sector; That will supports the Arab countries cooperation in various fields; And a key building for the Arab economic integration.

Keywords : Arab bourses, Integration of Arab Stock Exchanges, Arab stock markets, The link between the stock exchanges.

فهرس المجداول

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
44	المعاملات عبر الحدود في الأسهم و السندات بالنسبة المئوية من إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة (1980 - 2008)	الجدول (1.1)
83	تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2005 - 2006)	الجدول (1.2)
88	تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2007 - 2008)	الجدول (2.2)
94	تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2009 - 2010)	الجدول (3.2)
99	تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (سبتمبر 2011 - سبتمبر 2012)	الجدول (4.2)
119	الفرق بين نموذج العضوية عن بعد و عن طريق الوسيط المحلي	الجدول (1.3)

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	شكل رقم
16	حركة الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية	الشكل (1.1)
21	شكل يوضح أهمية البورصات في الإقتصاد الوطني	الشكل (2.1)
79	أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (2005-2006)	الشكل (1.2)
81	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة (2005-2006)	الشكل (2.2)
84	الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2005	الشكل (3.2)
84	الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2006	الشكل (4.2)
85	أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (2007-2008)	الشكل (5.2)
87	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة (2007-2008)	الشكل (6.2)
89	الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2007	الشكل (7.2)
89	الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2008	الشكل (8.2)
90	أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (2009-2010)	الشكل (9.2)
91	تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية (2006-2010)	الشكل (10.2)
93	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة (2009-2010)	الشكل (11.2)

95	الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2009	الشكل (12.2)
95	الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2010	الشكل (13.2)
96	أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (2011 - سبتمبر 2012)	الشكل (14.2)
98	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة (2011-2012)	الشكل (15.2)
100	الحجم النسبي للبورصات العربية في سبتمبر 2011	الشكل (16.2)
100	الحجم النسبي للبورصات العربية في سبتمبر 2012	الشكل (17.2)

المقدمة العامة

المقدمة العامة

إن إنفتاح البورصات العربية على بعضها البعض أصبح أكثر من ضرورة تملئها المستجدات الإقتصادية على الصعيدين العربي والدولي، تحت تأثيرات العولمة المالية وتساعد وتيرة التحرر المالي الذي بات السمة الأبرز لأغلب الإقتصاديات المتقدمة، حيث تتجلى صورته في أسعي الدعوب لهذه الأخيرة حتى تتكامل بورصاتها المحلية مع أهم البورصات العالمية.

وقد سعت البورصات العربية منذ نشأتها لمواكبة آخر التطورات التي عرفتها البورصات العالمية خاصة بعد إدراكها للدور التمويلي الذي تلعبه هذه الأخيرة في إقتصاديات الدول المتقدمة، بإعتبارها العصب الرئيسي للتمويل من خلال حشدها للمدخرات وتوجيهها نحو مختلف مجالات الإستثمار، وهو ما يمثل أحد أهم التحديات التي تواجهها الحكومات العربية المتعاقبة من خلال بحثها المستمر عن مصادر لتمويل إستثماراتها ورفع معدلات النمو وجذب المزيد من الإستثمارات الأجنبية، وقد إنعكس هذا الإهتمام في حركة الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية القائمة وكذا في سعيها لإنشاء بورصات جديدة.

وبالرغم من التفاوت الموجود بين البورصات العربية من حيث الأداء ودرجة الإنفتاح (على بعضها البعض أو على باقي البورصات العالمية)، إلا أنها تتشابه إلى حد كبير في أهم خصائصها مثل عدم قدرتها على تحقيق السيولة الكافية واللازمة نتيجة قلة عدد الصفقات المبرمة وتدني قيمتها ما يعكس الحجم الفعلي لهذه الأسواق ودرجة نشاطها، إضافة الى قلة الفرص المتاحة أمام المستثمرين لتنويع محافظهم، وإرتفاع درجة التركيز في كل البورصات العربية نتيجة لقلة الأسهم ذات الجاذبية، وتتميز كذلك أغلب البورصات العربية بتدني عدد الشركات المدرجة بها ما يرفع من فرص التقلبات الغير المبررة في الأسعار لاسيما مع الضعف الملموس في الأطر القانونية المنظمة للإفصاح المالي وفي نظم الرقابة، الأمر الذي أدى إلى هجرة أموالها نحو بورصات عالمية أكثر تقدماً.

وأصبح بذلك ضيق نطاق البورصات العربية وضعف دورها داخل إقتصادياتها أمر يهدد إستمرارها وبقائها، ما دفع بالقائمين عليها للتفكير في عملية الربط بين البورصات العربية والذي تـُـجـمـ في العديد من الإتفاقيات الثنائية والثلاثية بينها كحل يمكن أن يـَـدعمها لتخطي عوائقها ويساعدها على تعبئة المدخرات في الداخل و جذب الأموال العربية في الخارج لضخها في مشاريع مشتركة.

ويعد تكامل البورصات العربية ركيزة لا غنى عنها في بناء إقتصاد عربي متكامل، ذلك لما يوفره من سيولة مالية لازمة لعمليات التبادل التجاري والتي تعمل بدورها على تعميق العلاقات الإقتصادية العربية، إلى جانب أنه يسمح بتيسير إنتقال رؤوس الأموال العربية داخل الوطن العربي ما يشجع على قيام إستثمارات عربية بينية ويؤدي إلى تعميم مجالات التعاون بين الدول العربية.

وبات يراهن العديد من الإقتصاديين على الدور الهام الذي يمكن أن تلعبه عملية التكامل بين البورصات العربية خاصة في هذه المرحلة، على إثر التأخر الذي تشهده عمليتي (تحرير التجارة العربية البينية " ربط أسواق السلع والخدمات"، وربط سوق العمل)، من خلال دورها في تنشيط إقتصاديات الدول العربية و رفع معدلات النمو فضلا عن رفع أداء البورصات العربية من خلال تنشيط الأسهم الضعيفة بداخلها ودعمها للتغلب على عوائقها وفي جذب المزيد من الإستثمارات الأجنبية وإستعادة الأموال العربية المهاجرة حيث أكد مد التقارير الصادرة عن صندوق النقد العربي بأن عودة هذه الأموال إلى أوطانها التي هي في أشد الحاجة إليها مَهْرَةً بتوسيع نطاق أعمال أسواق المال العربية حتى تستطيع إستيعابها.

ويعد إسترجاع الأموال العربية الموجودة في الخارج أولوية لا بد أن تتكاتف من أجلها جهود كافة الدول العربية خاصة في ظل تنامي المخاطر اللاحقة بها من عمليات المصادرة مثلما فعلت إنجلترا سنة 1988 بـ 650 مليون دولار للكويت، أو تجميد الأرصدة مثلما حدث للعراق سنة 1990 وليبيا سنة 1986، وآخر المخاطر التي بات تترصد الأموال العربية في الخارج هي " شبهة تمويل الإرهاب " حتى أصبحت هذه الأموال على حد تعبير أحد الباحثين أشبه ما تكون "بتوظيفات تحت الرهن".

كما سَتُدْعَمُ عملية التكامل بين البورصات العربية جهود إقامة السوق العربية المشتركة، لأن عملية التكامل بين البورصات العربية والتنسيق في مجال أسواق المال سيكون أسهل نسبيا من التنسيق في مجالات أخرى خاصة في مراحلها الأولى، مثلما عرفه الأمر بالنسبة للإتفاقية الثلاثية بين كل من بورصة الكويت ومصر ولبنان، أين إستطاع صندوق النقد العربي بتهيئته "إتحاد البورصات وهيئة أسواق المال العربية"، التغلب على أهم العوائق التي يصطدم بها أي عمل عربي مشترك متمثلا في خصوصية القوانين المحلية وأصبح هذا النجاح بمثابة خطوة ستدفع إلى خطوات أخرى نحو التعاون في العديد من المجالات.

أولاً: إشكالية الدراسة

تماشياً مع التطورات التي تشهدها الأحداث على المستوى الدولي، وحركة التكامل التي تعرفها أغلب البورصات في العالم خاصة منها تلك المتطورة والتي تسعى من خلالها لترسيخ مراكزها ضمن النظام المالي العالمي.

أصبح العمل على تفعيل عملية التكامل بين البورصات مطلباً أساسياً تنادي به العديد من البورصات العربية الأمر الذي يبرر إنشاء مؤسسات عربية مشتركة تُعنى بهذا التنسيق مثل إتحاد البورصات العربية وهيئة أسواق المال العربية والتي تصبو وفق أهدافها إلى الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية والسماح بالإكتتاب والتداول في البورصات العربية لكافة المواطنين في الدول العربية إلا أنها وعلى غرار باقي تجارب التكامل السابقة عرفت العديد من العوائق لذلك نجد أنفسنا أمام السؤال الجوهرى لهذه الدراسة:

ما هي سبل تفعيل تكامل البورصات العربية؟ وما هو أثر ذلك على التكامل الإقتصادي العربي؟

و للإجابة على هذه الإشكالية الرئيسية ارتأينا أن نطرح مجموعة من الإشكاليات الفرعية التي تساعدنا في الإجابة عليها:

- ما هي مكانة البورصات في الإقتصاد العالمي؟
- ما هو واقع البورصات العربية؟
- ما هي متطلبات تفعيل عملية التكامل بين البورصات العربية؟
- ما أثر التكامل بين البورصات العربية على مسار التكامل الإقتصادي العربي؟

ثانياً : فرضيات الدراسة

بعد صياغة إشكالية هذه الدراسة، ووضع الأسئلة الفرعية لها يمكننا صياغة بعض الفرضيات التي تعتبر إجابات مسبقة لإشكاليات الدراسة، والتي نصوغها كما يلي:

- إن واقع البورصات العربية يجعلها تمثل دوراً هامشياً في عملية تنمية إقتصادياتها.
- تتطلب عملية التكامل بين البورصات العربية وجود مؤسسات متخصصة في عمليات الوساطة المالية و المقاصة يشمل نطاق عملها كافة الدول العربية.

- إن عملية التكامل بين البورصات العربية توفر السيولة اللازمة لعملية التبادل التجاري بين الدول العربية ما يعمق العلاقات الإقتصادية العربية ويجعلها تشكل لبنة أساسية في عملية التكامل العربي.

ثالثاً: أهمية الدراسة

لم يعد خيار الإكتفاء بالعمل القطري وحده متاح أمام الدول العربية، خاصة في الوقت الذي أصبحت أغلبها تعاني فيه من مشكّلة عدم القدرة على توفير رأسمال الكافي بالشروط والتكاليف المناسبة لتمويل مشاريعها التنموية في ظل عجز بورصاتها عن لعب الدور المنوط بها، ناهيك عن إستمرار تدفق رؤوس الأموال العربية نحو البورصات المتطورة في الدول المتقدمة لما تكتسيه من جاذبية وقدرات فائقة على الإستيعاب.

ما جعل من عملية تفعيل تكامل البورصات العربية أولوية تسمح لها بتحقيق العديد من المزايا أهمها : دعم مسار التكامل الإقتصادي العربي والإستفادة من ثمار التنسيق بين الدول العربية.

إضافة إلى أن عملية التكامل بين البورصات العربية :

- تؤدي إلى توسيع قاعدة الإدخار لتشمل كافة مواطني الدول العربية المتكاملة الأمر الذي سيرفع من سرعة عملية التنمية الإقتصادية، ويُعِينُ على خلق فرص إستثمارية جديدة يتيحها الإقتصاد العربي للمستثمرين كلما قطع شوطاً من مراحل التنمية.

- تسمح بتلبية حاجة الدول العربية لخلق فضاء مالي عربي تحمي من خلاله فوائضها المالية وتقلل من مخاطر وجود أموالها في الخارج.

- تشجع حركة إنسياب وتدفق رؤوس الأموال العربية داخل الوطن العربي وتساعد على إستعادة الأموال العربية في الخارج، إضافة إلى أنها ستُعيدُ تخصيص الموارد الإقتصادية بكفاءة أعلى، وتسمح بحشد مصادر تمويلية ضخمة يمكن أن تحدث تغييراً جذرياً للواقع الإقتصادي العربي.

- إن الفرص التي ستُتيحها عملية التكامل بين البورصات العربية (من خلال القيد المشترك للشركات العربية لدى البورصات الأعضاء وتيسيرها لعملية التداول عبر الحدود داخل الوطن العربي) سترفع من أعداد طالبي الأوراق المالية وتستقطب بذلك شرائح أكبر وأكثر من المستثمرين الإقليميين والدوليين.

كما ستكفل من خلالها سيولة أدائها المالية تَوْعُ فرص التمويل للشركات المقيدة بها الأمر الذي ستعزز به البورصات العربية مركزها محلياً وُجِدَ لها مكان بين أكبر البورصات العالمية.

- فضلاً عما سَتُتِيحُه من فرص لتدعيم الجهود الرامية لدفع عملية التكامل الإقتصادي العربي، في الوقت الذي يتجه به العالم ككل صوب تكامل مالي واحد.

رابعاً: أهداف البحث

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور الذي يمكن أن يلعبه تكامل البورصات العربية في تدعيم التكامل الاقتصادي العربي من خلال محاولة البحث:

- إيجاد صيغ يمكن أن تساعد في الربط بين البورصات العربية، لتوفر بذلك قنوات تشجع حركة إنتقال رؤوس الأموال العربية بين الدول العربية.

- إبراز دور تكامل البورصات العربية في النهوض بالإقتصاديات العربية وتحقيق مايسمى بالإعتماد الجماعي على الذات العربية في تمويل التنمية العربية.

خامساً: أسباب إختيار الموضوع

يعود إختيار هذا الموضوع لعدة أسباب نذكر منها:

- الأهمية التي تكتسيها عملية التكامل بين البورصات العربية في الوقت الذي تعصف به العولمة الإقتصادية والمالية بخصوصية كل دول العالم.

- محاولة إيجاد سبل يمكن أن تنتهجها البورصات العربية للتخلص من عوائقها (صغر الحجم و ضيق نطاق) للعب دوراً فاعلاً في عملية تنمية إقتصادياتها.

- إهتمامنا بدعم وجود أي عمل عربي مشترك فاعل من شأنه دعم قيام التكامل الإقتصادي العربي، يلي من خلاله تطلعات الشعوب العربية.

سادساً: حدود الدراسة

نظراً لعدم توفر بيانات عن كل البورصات العربية ستقتصر دراستنا على مجموعة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

سابعاً: الدراسات السابقة

لا تمثل هذه الدراسات كل ما هو موجود فعلاً لمحدودية الإمكانيات وعدم القدرة على الإطلاع على كل الدراسات و إستطعنا الحصول على ما يلي:

(1) - بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.

حيث تناول الأستاذ بوكساني في الباب الأول لرسائله الجوانب النظرية والفنية للأسواق المالية، وقد تطرق خلاله إلى الملامح الأساسية للأسواق المالية وكذا كفاءة أسواق الأوراق المالية، ومختلف المؤشرات المتعلقة بتحليل أداءها إضافة إلى إنعكاسات العولمة المالية على أداءها.

وقد خصص الباب الثاني في هذه الدراسة للحدوث عن واقع أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، حيث تناول واقع الأسواق المالية العربية خلال الفترة الممتدة بين (1999-2003) كما أبرز مختلف العوائق والصعوبات التي تواجهها البورصات العربية وتحدد بها عن أداء دورها.

(2) - خالد عيجولي، "وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية المعاملات المالية - دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي -"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ديسمبر 2006.

إستهل الأستاذ عيجولي رسالته من خلال فصل تمهيدي أدرجه تحت عنوان "الأسواق المالية و البورصات - مفاهيم أساسية-"، قدمه خلاله شرحاً لمختلف المفاهيم حول أنواع الأسواق المالية، وكفاءتها إلى جانب تقديمه للعديد من الأوراق المالية المتداولة وكذا مداخل للتحليل الفني.

كما تناول دور الوساطة المالية في البورصة من خلال إبراز مكانة الأسواق المالية ضمن آليات التمويل، إلى جانب تسليطه الضوء على مختلف الاتجاهات الحديثة لمؤسسات الوساطة، ودور الوساطة المالية في تنمية المعاملات، وختم الرسالة بدراسة حالة لواقع الوساطة المالية في البورصات المغاربية (تونس، الجزائر، المغرب).

(3) - دراسة للجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، "إستجابة للعولمة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا"، الأمم المتحدة، نيويورك، 2004.

جاءت هذه الدراسة ضمن رؤيا تسعى لربط الأسواق الإقليمية للأوراق المالية، حيث قامت بإستعراض عام لأسواق الأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا، وقامت بإيلاء إهتمام خاص لشتى التفاصيل التقنية على

مستوى الشركات والمستويين التشريعي والتنظيمي والبنى التحتية للضرورة التي تُدعم عملية الربط فيما بينها، وقد إنتهت هذه الدراسة بعدد من التوصيات المفيدة لتيسير تطوير وربط الأسواق المالية.

وتتفق دراستنا مع هذه الدراسات في أهمية الدور الذي ستلعبه البورصات العربية في دعم إقتصاديتها إذا ما استطاعت التغلب على عوائقها، وإضافة إلى ما جاءت بها هذه الدراسات من سبل للنهوض بالبورصات العربية تطرح هذه الدراسة عملية التكامل بين البورصات العربية كآلية ضرورية للنهوض بالبورصات العربية، كما تدرس أهمية هذه الخطوة في دعم التكامل الإقتصادي العربي.

ثامنا: منهج الدراسة

تتطلب منا هذه الدراسة إستخدام مجموعة من المناهج حتى نستطيع من خلالها إختبار مدى صحة الفرضيات، حيث سيتم الإعتماد على:

المنهج الوصفي: في جمع البيانات والمعلومات اللازمة حول بورصات الاوراق المالية العربية لأجل دراسة هيكلها التنظيمية و تشريعية.

المنهج التحليلي: في تحليل أداء البورصات العربية وإكتشاف النقاط التي يمكن الإعتماد عليها في عملية الربط بينها من أجل الوصول إلى نتائج إيجابية.

منهج المقارنة: للوقوف على أوجه الإختلاف والتشابه بين بورصات الأوراق المالية العربية فيما بينها من جهة ومن جهة أخرى مع البورصات المتقدمة والبورصات الناشئة في العالم.

المنهج التاريخي: في سرد الأحداث والتطورات التي شهدتها بورصات الأوراق المالية في العالم وفي الدول العربية.

تاسعا: تقسيم الدراسة

ومن أجل الوصول إلى نتائج تحقق أهداف هذه الدراسة إرتأينا تقسيم دراسة إلى أربع فصول كمايلي:

الفصل الأول: جاء تحت عنوان مكانة البورصات في الإقتصاد العالمي المعاصر، حيث تطرقنا من خلاله الى المفاهيم الأساسية لبورصات الأوراق المالية ماهيتها ونظم التعامل فيها، إضافة الى إبراز دور بورصة الأوراق المالية في النشاط الإقتصادي وأهم وظائفها وأثارها التنموية، كما تطرقنا خلال هذا الفصل الى الدور الهام الذي تلعبه بورصات الأوراق المالية على مستوى الإقتصاد العالمي مع تحديد العوامل التي سرعت من وتيرة عولمة البورصات.

الفصل الثاني: جاء تحت عنوان واقع البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي حيث تناولنا خلال هذا الفصل ظروف نشأة البورصات العربية والدوافع التي كانت وراء قرارات إنشائها، إضافة الى

توصيف واقع البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإبراز أهم الخصائص المشتركة بين البورصات العربية وتحديد أهم الاختلافات الموجودة بينها، كما تطرقنا الى أهم العوائق التي تحد من قدرات البورصات العربية على التطور والنمو، دون أن نهمّل الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية لنختتم هذا الفصل بوضع مقترحات لتنشيط البورصات العربية.

الفصل الثالث: لقد جاء هذا الفصل ليحدد سبل تفعيل التكامل بين البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي حيث وضعنا من خلاله الإطار النظري لعملية التكامل بين البورصات ومختلف التجارب وأساليب الربط التي عرفتتها عمليات التكامل بين البورصات في العالم، وقد تطرقنا خلال هذا الفصل الى الجهود المبذولة للربط بين البورصات العربية في محاولة لتقييم أدائها، من أجل الوقوف على العوائق التي تحول دون نجاحها، لتحديد متطلبات عملية الربط بين البورصات العربية لإستغلالها في وضع استراتيجية مناسبة.

الفصل الرابع: جاء هذا الفصل تحت عنوان التكامل بين البورصات العربية كآلية لدعم التكامل الإقتصادي العربي حيث تناولنا من خلاله الآثار المتوقعة لعملية التكامل بين البورصات العربية على كل من المستوى القومي والتموي وأثرها على أداء البورصات المحلية، كما تم التطرق الى دور التكامل بين البورصات العربية في قيام إستثمارات عربية بينية عملاقة نتيجة لعمليات الإندماج التي تتم بين الشركات العربية التي ستُدعم بدورها جهود التكامل الإقتصادي العربي، إضافة الى دوره في إستقطاب الأموال العربية المهاجرة و إختتم هذا الفصل بوضع آفاق لعملية التكامل بين البورصات العربية من خلال إبراز دور هذا التكامل في دعم قيام البورصة العربية الموحدة دون أن نهمّل التحديات التي تفرضها عملية التكامل بين البورصات العربية

الفصل الأول

مكانة البورصات في الإقتصاد العالمي

المعاصر

مقدمة الفصل الأول

يمتلك اليوم العالم أداة تمويلية مهمة تسعى لتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الإقتصادية موفرة لأصحاب المشاريع فرص الحصول على أموال بتكاليف مناسبة لإنشاء مشاريع إقتصادية والقيام بتوسيع مشاريعهم القائمة، وموفرة في نفس الوقت للمستثمرين الصغار فرص القيام بإستثمار مدخراتهم وتعرف هذه الأداة بـ "بورصة الأوراق المالية".

وقد برزت أهمية هذه الأخيرة بإعتبارها مؤشر يدل على أداء الإستثمارات والمشاريع القائمة المدرجة بها من خلال حركة أسعار أوراقها المالية، لتصبح بذلك بورصة الأوراق المالية مرآة عاكسة للحالة الإقتصادية للدول وتتبعها من خلالها قمة الهرم المالي في الدول المتقدمة، وقد إتسع دورها في تمويل قطاع الأعمال وتعززت مساهمتها في دعم عجلة النمو الإقتصادي، وأصبح وجودها ضرورة لايمكن الإستغناء عنها داخل إقتصاديات دول المتقدمة والنامية على حد سواء خاصة في ظل سعي هذه الأخيرة للقضاء على مظاهر التخلف والإرتقاء لمصاف الدول المتقدمة.

وقد أدى التوجه المتزايد في العقود الأخيرة نحو الإفتتاح والتحرير المالي عبر مختلف دول العالم، إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود من خلال بورصات الأوراق المالية لتزيد بذلك درجة الإرتباط بين هذه البورصات وليتولد معها مفهوم عولمة بورصات الأوراق المالية.

ويهتم الفصل الأول من هذه المذكرة بتحديد أهمية بورصات الأوراق المالية في الإقتصاد العالمي ودورها على مستوى الإقتصاد الوطني، حيث يتناول المبحث الأول المفاهيم الأساسية لبورصات الأوراق المالية ونظمها وآليات التعامل بها، في حين يتطرق المبحث الثاني إلى دور بورصات الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي وأهم وظائف البورصات، أما المبحث الثالث فقد خصص لإبراز دور بورصات الأوراق المالية على مستوى الإقتصاد العالمي والعوامل المساعدة في عولمة بورصات الأوراق المالية.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول بورصة الأوراق المالية

يُعدّ موضوع بورصات الأوراق المالية من بين الموضوعات التي حظيت بإهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار، نظراً لتزايد أهميتها والوظائف التي تؤديها، و لدورها الإستراتيجي في عملية التنمية الإقتصادية خاصة في شقها التمويلي وفي جانب التخصيص الكفء للموارد المالية وسنستعرض من خلال هذا المبحث ماهية بورصات الأوراق المالية ونظم التعامل فيها وسبل تحقيق كفاءة بورصة الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية بورصة أوراق المالية

قبل التطرق إلى مفهوم بورصة الأوراق المالية وتحديد صفاتها ومقومات إنشائها لابد لنا في البداية التطرق إلى ظروف نشأتها وتطورها التاريخي.

1. نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية: إرتبط تطور بورصة الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الصناعي والإقتصادي

الذي شهدته أغلب دول العالم خاصة منها الدول الرأسمالية، حيث يعود أصل نشأة بورصة الأوراق المالية إلى فكرة تعدد النقد التي ولدت مهنة الصرافة، فقد كلف حكام اليونان في عام 527 قبل الميلاد الصرافين بتبديل عملات الزائرين بالمدن المتواجدين بها، لتنتشر هذه المهنة وتتطور بعد ذلك بشكل سريع.¹ وقد تأثرت هذه المهنة بعد دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة، لتشهد هي بدورها مرحلة سكون وغياب كامل بإستثناء المنطقة العربية - وقد دامت هذه المرحلة حوالي 550 عام-، وقد عادت لتظهر في بعض الجمهوريات الإيطالية (كجنوة وفينيسيا وفلورنسا) بفضل إزدهار تجارتها مع الشرق أين تبوأَت مركزاً مرموقاً عالمياً وبدأت رؤوس الأموال تتدفق عليها بكثافة ما إستدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، وفي بداية القرن الرابع عشر تحولت نحو مدينة (بروج) البلجيكية، أين كانت تتجمع العائلات الست الكبرى في مجال الصرافة بشكل دوري في منزل الرئيس الذي كان يدعى (فان دي بورز).²

وقد كانت هذه الإجتماعات تتولى كتابة بوالص التأمين وكل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود وبت ذلك الفندق الذي يمتلكه عائلة (فان دي بورز) قبلة للتجار من كافة مناطق العالم وقد تطور التعامل بين التجار بعد ذلك وأصبحت التعاملات فيما بينهم تتم في شكل عقود وتعهدات، كما إستبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة بين الأطراف المتعاملة وأصبح بذلك لفظ (bourse) يعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين، وقد كانت هذه الإجتماعات تتم بشكل منظم ودوري.³

¹ - محمد احمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 21.

² - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 8.

³ - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً- عملياً، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص 10.

وقيل أن لفظ بورصة يعني (كيس النقود) ويرجع إطلاق هذا اللفظ إلى أكياس النقود التي كان التجار يحملونها معهم إلى هذه السوق.¹

ويعتقد المؤرخون أن سنة 1339م هي السنة التي ولد فيها مفهوم البورصة نسبتاً إلى إسم عائلة (فان دي بورز)، وقد إرتفع عدد وسطاء الصرافة بشكل كبير بعد ذلك لأجل تيسير العمليات التجارية بين البائعين والمشتريين، وكانت تتحدد أسعار العملات وفقاً لغزارتها أو ندرتها (أي وفق لعرضها وطلبها)، وقد إنتقل هذا الدور الهام إلى مدينة بلجيكية أخرى بعد ذلك هي مدينة (إنفرس)، والتي تُعبرُ كمركز رسمي لكافة أنواع التجارة الدولية وتعتبر أول سوق نقدية ظهرت في أوروبا، وهكذا تبلور مفهوم البورصة كسوق منظم للتداول، غير أن طبيعة الصفقات والعقود المبرمة داخلها كانت مختلطة ومتنوعة وغير مفرزة، حيث كان يجري بها تداول السلع المختلفة وتداول الأوراق التجارية لأن الأوراق المالية من أسهم وسندات لم تظهر بعد في ذلك الوقت.

وتعتبر بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية في فرنسا والتي ظهرت في سنة 1595م، أما بورصة باريس لم تحضى بأهمية كبيرة إلا بعد سنة 1639م، خاصة بعد ظهور عملاء الصرف الذين تخصصوا في حسم الكمبيالات التجارية، وقد تحولت هذه البورصات في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى منظم لحركة وتداول رؤوس الأموال، وبرز هذا الدور بشكل لافت بعد إنتشار شركات المساهمة وتوجه الحكومات والملوك للإقتراض من أجل تمويل نفقات الدول وتمويل الحروب فضلاً عن إحتياجات شركات المساهمة للتمويل، ما أعطى دفعة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى بدوره إلى ظهور بورصات الأوراق المالية.²

2. تعريف بورصة الأوراق المالية: يشتمل مفهوم بورصة الأوراق المالية على عدة تعاريف نذكر منها :

- "هي سوق منظم تنظيم دقيقاً لتداول الأسهم والسندات" أو هي "سوق مالية منظمة يتم بها تداول الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب".
- "سوق منظمة تتعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل بيعة وشراء بمختلف الأوراق المالية".³
- "تلك السوق المنظمة التي تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يشتغل بها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الإستثمار ومن الذين يناشدون الإستفادة من تقلبات الأسعار، وتتعدد جلساتها يومياً، حيث يقوم الوسطاء الماليين بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين".⁴

¹ - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص31.

² - عصام حسين، مرجع سابق ذكره، ص 9.

³ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية (من منظور الإقتصاد الإسلامي)، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، 2009، ص27.

⁴ - محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 20.

- "هي سوق منظمة للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في البورصة، ويلتج المتعاملون في البورصة بتطبيق القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة البورصة هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ هذه القوانين".

ومن خلال هذه التعاريف تتحدد أهم صفات البورصة:

أ. إنها سوق منظمة يتم فيها التداول وفق قوانين ولوائح ونظم.

ب. إنها مكان معلوم محدد مسبقا ويتمتع بقدر كبير من الشفافية.

ج. يتم داخلها تداول مختلف الأوراق المالية.

غير أن الواضح من هذه التعاريف عدم تطرقها إلى الدور التنموي لبورصة الأوراق المالية وقد حاولت بعض التعاريف إدراج هذا الدور ضمن تعريف البورصة، فعرفت على أنها: "السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية بيعا وشراء، حيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد إلى المؤسسات والقطاعات المتنوعة بما يساعد على تنمية الإدخار ويشجع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد"¹، أو هي "المكان الذي يسهل فيه تدفق وإنسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم أو سندات أو مشتقات)، وحصول الطرف الثاني على مدخرات نقدية، أي هي حلقة الوصل بين المدخرين والمقترضين"².

وتوجد عدة أسماء عادة ما تطلق على بورصة الأوراق المالية أو تشير إلى مدلولها مثل: "سوق الأسهم والسندات" غير أن هذه التسمية وإن وصفت واقع البورصات إلا أنها حصرت أدوات التعامل داخل البورصة في الأسهم والسندات دون أدوات التعامل الجديدة، كما يطلق عليها تسمية "السوق المالية" أو السوق الإستثمارية أي سوق الأموال طويل الأجل تمييزاً عن السوق النقدية والتي تمثل سوق الأموال قصيرة الأجل إلا أن مفهوم السوق المالي قد إمتد وإتسع لدى الإقتصاديين ليشمل كل المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية من مصارف وشركات تأمين وغيرهم.

غير أن أكثر الأسماء شيوعاً والتي تطلق على بورصة الأوراق المالية هي سوق الأوراق المالية³، وإن سعت بعض الدراسات إلى التفرقة بين اللفظين من خلال:

إعتبار بورصة الأوراق المالية "هي السوق الرسمية للمال والتي لها نظامها التجاري والإداري ونظمها الخاصة بنشر المعلومات ويتعين على كافة المتعاملين داخلها بالإلتزام بالقواعد التي تحكمها"، وتحتوي كل بورصة على مبنى به قاعة تتم بداخلها عمليات التداول.

¹ - سلامة زكريا عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² - فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 200، ص 45.

³ - سلامة زكريا عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

أما سوق الأوراق المالية فهي مصطلح عام يشير إلى سوق منظم لتداول الأوراق المالية دون الحاجة لقاءة تداول أو مبنى مثل سوق ناسداك "Nasdaq" أو السوق الدولية للأسهم المالية لذلك فإن كل بورصة تدير سوقا للأوراق المالية بينما لا يحتاج سوق الأوراق المالية لوجود بورصة (مبنى للتداول).¹

3. صفات بورصة الأوراق المالية: تتميز بورصة الأوراق المالية عن غيرها من الأسواق بعدة خصائص أهمها²:

- يتم التعامل داخلها على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة على عكس ما هو موجود في الأسواق الأخرى والتي تعتمد على وجود السلع المنظورة مثل سوق سلع والخدمات.
- تتسم التعاملات والصفقات المبرمة داخل البورصة بأحجامها الكبيرة مقارنة مع غيرها من الأسواق.
- تعتبر أكثر الأسواق إقترابا من النموذج الفكري لسوق المنافسة التامة لذا فهي تعتبر أكثر الأسواق إتحادا وتنظيما وتجانسا على المستويين المحلي والدولي.³
- يتم التداول داخلها من خلال وسطاء ذوي خبرة.
- تتمتع البورصة بالمرونة اللازمة التي تسمح بإستغلال التطور التكنولوجي.
- تعتبر أكثر الأسواق تطورا وتمنح للمستثمرين بها فرص عديدة لتعظيم أرباحهم.⁴

4. مقومات إنشاء بورصة الأوراق المالية: تنقسم مقومات إنشاء بورصة إلى مقومات رئيسية ومقومات مساندة ترفع من فعاليتها وتعظم دورها داخل الإقتصاد.

أ. المقومات الأساسية:

- توفر فلسفة إقتصادية واضحة تتبناها الدولة، تهدف أساس لتنظيم وتطوير بورصتها ضمن رؤيا تؤمن بالحرية الإقتصادية كمنهج عمل ودورا أكبر للقطاع الخاص في قيادة التنمية ومن المهم أن تتفق هذه الرؤيا مع رغبة واضعي السياسات الإقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره.⁵
- مناخ ملائم للإستثمار يتمتع بوضوح السياسات المالية والنقدية ويضم قوانين مشجعة للإستثمار.
- وجود مؤسسات متخصصة تؤدي دور الوساطة المالية.
- وجود حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى البورصة من خلال الأصول المالية المتنوعة.
- وجود عدد كافي من المتعاملين يضمن التنوع لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة صغيرة.

¹ - برايان كويل (ترجمة خالد العمري)، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، مصر، 2007، ص 58.

² - Knight Capital Group, **Current Perspectives on modern equity markets**, Washington United States of America, November 2010,p8.

³ - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 46.

⁴ - وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 34.

⁵ - محمد احمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 40.

- ب. المقومات المساندة: وجود هذه المقومات يرفع من فعاليتها وكفاءتها ويطور قدرتها ومن بين هذه المقومات:
- وجود إطار تنظيمي تقوده نظم إدارية وتشريعية متكاملة، تحت إشراف هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق تتمتع بالكفاءة والنزاهة والحياد.
 - قوانين تنظم عمليات التداول داخل البورصة بشكل يضمن المنافسة العادلة ويمنع الإحتكارات.
 - تشريعات واضحة تحمي حقوق المتعاملين من الغش والتلاعب ما يعزز من ثقة المستثمرين.
 - توفّر البورصة على أنظمة إفصاح مالي ذات كفاءة و وجود أجهزة رقابة فعالة للتحقق من الوجود الفعلي للشركات.
 - توفر شبكة إتصال متقدمة بين الأعضاء المتعاملين في السوق لضمان توفر المعلومة بالدقة والزمن المناسب.¹

المطلب الثاني: نظم وآليات التعامل في البورصة

تختلف التنظيمات المسيرة لبورصات الأوراق المالية من دولة إلى أخرى عبر العالم، لذا سنحاول ضمن هذا المطلب التركيز على أهم المبادئ والنظم الموجودة في أغلب البورصات عبر العالم.

أولاً: الهيكل المنظم والمسير للبورصة

أ. الهيئة المنظمة للبورصة: تتولى هذه الهيئة مهمة تنظيم البورصة ووضع قواعدها العامة، والتي تُحدّد من خلالها متطلبات وشروط إدراج الشركات في البورصة وتضع القواعد المنظمة لعمل الوسطاء داخلها وشروط العضوية وكذا إجراءات معاقبة المخالفين لهذه القواعد، فضلاً عن رقابة أنشطتهم ومراقبة إجراءات التعامل في البورصة، وتشرف هذه الهيئة على الأسواق المنظمة والأسواق الغير منظمة، ومن مهام هذه الهيئة الإشراف على العروض العامة للإكتتاب.²

ب. الهيئة المُسيِّرة للبورصة: وتدعى كذلك بلجنة عمليات البورصة وتتكفل هذه اللجنة بحماية المدخرين وضمان حسن سير عمليات التداول و إصدار نشرات و بيانات و معلومات عن التداولات و على عكس الهيئة المنظمة للبورصة فإن هذه اللجنة تهتم فقط بإدارة بورصة واحدة (الأسواق المنظمة)، ومن حق هذه اللجنة الاعتراض على إدراج أوراق مالية أو أدوات مالية داخلها، كما تمتلك هذه اللجنة الحق في توقيف الأعضاء في حال تجاوز القواعد كما يقوم مجلس إدارة البورصة بوضع النظام الخاص بالبورصة (النظام الداخلي للسوق)، ولا يحق لأي شخص

¹ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص26.

² - سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب، تونس، مذكرة مقدم ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في العلوم الاقتصادية فرع اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2004، ص40.

أومجموعة من الأشخاص فتح بورصة، إلا أنه يحق ذلك للإتحادات المهنية والنقابات (غرف التجارة والصناعة وإتحاد المنتجين).¹

كما تهدف هذه الهيئة لخلق بيئة عمل مناسبة تتميز بالشفافية وتقليل أخطار تقلبات الأسعار وتشكل لجنة البورصة من أعضاء يُخَوَّلُون من بين سماسرة ومن قبل الدولة، وتشكل الهيئة المسيرة للبورصة²:

- **الجمعية العامة:** حيث تتكون من أعضاء البورصة ويرأس الجمعية العامة رئيس لجنة البورصة أو نائبه وتنظر هذه الجمعية في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة وبالأخص فيما يتعلق بتعديل اللوائح الداخلية للبورصة، وتصدر قرارات هذه الجمعية بأغلبية الأصوات.

- **هيئة التحكيم:** تقوم هذه الهيئة بالفصل في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة وتكون قراراتها ملزمة.
- **مجلس التأديب:** يقوم هذا المجلس بالنظر في المخالفات التي يرتكبها السماسرة وفقاً للقوانين والأنظمة السائدة.

- **مندوب الحكومة:** تشرف الحكومة على جميع البورصات ويكلف مندوب الحكومة بالإشراف على تطبيق القوانين واللوائح، لإجراء اجتماعات الجمعية العامة أو لجنة البورصة أو مجلس التأديب أو هيئة التحكيم دون حضوره، وإلا كانت قراراتهم باطلة، وله حق الاعتراض على أي قرار صادر مخالف لقوانين المنظمة لعمل البورصات أو لوائحها أو الصالح العام.

ثانياً: إجراءات وقواعد التداول داخل البورصة:

يجري التعامل داخل البورصات من خلال شركات أو أفراد يعملون في مجال الوساطة والسمسرة المالية، حيث يمثلون حلقة الوصل بين البائعين والمشتريين ويجب على من يتعامل في مجال الوساطة والسمسرة أن يكون مرخص له بذلك وفق قوانين السوق وأنظمتها وتعليماته³، وتتكون هذه الفئة في الغالب من:

أ. **السماسرة:** يتولون عمليات شراء وبيع الأوراق المالية لصالح عملائهم مقابل عمولة، فالمستثمرين غير قادرين على القيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية مباشرة من البورصة، حيث تتم هذه العمليات من خلال سماسرة أعضاء في البورصة و يحظر على هؤلاء القيام بعمليات الشراء أو البيع لحسابهم الخاص⁴، ويعمل مع السماسرة⁵:

- **المندوب الرئيس:** مساعد السمسار حيث يعمل بإسمه مقابل أجر.

¹ - هيثم عجام، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 85.

² - ضياء مجيد، البورصات (أسواق رأسمال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص 19.

³ - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 35.

⁴ - صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص 32.

⁵ - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 61.

- الوسيط: مساعد للسمسار يتكفل بمهمة ربط الإتصال بين السمسار والعميل لديه، ويحصل على حصة من العمولة، وهو المسئول عن العمليات التي تتم بواسطته أمام السمسار.

ومن الضروري أن يتوفر في السمسار جملة من الشروط أهمها¹:

- أن يتحلى بالأمانة المهنية والصدق والعدالة.
- الإلتزام بالحصول على العمولة القانونية المرخص بها فقط.
- عدم إستغلال العملاء والعمل على تعظيم أرباح عملائهم بأقل تكلفة وأقل خطر.
- أن يكون شخص ذو كفاءة وله خبرة في الهندسة المالية والأدوات الجديدة.

وتتلخص مهام سمسار الأوراق المالية في²:

1. تقديم خدمات السمسرة في سوق الأوراق المالية.
2. توفير المعلومات للعملاء وتحليلها وفق إمكانيات وخبرة السمسار أو شركة السمسرة.
3. عدم الحصول على أرباح أو فوائد سرية من وراء الصفقات التي يعقدها لصالح العملاء.

ب. صانع السوق (الوسيط التاجر): يأخذ الوسيط التاجر عدة مواقف متباينة (بيع وشراء) فهو يعمل لصالحه

ولصالح الأشخاص ويستفيد من الفروق الموجودة بين أسعار الشراء وأسعار البيع. كما يقوم بعدة عمليات (بيع وشراء) الأوراق المالية حتى تصبح أوامر العملاء قابلة للتنفيذ لذلك يدعى بصانع السوق، فهم يقومون بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية ويتحملون مخاطرها و يختلفون عن السماسرة الذي يقوم بعمليات لصالح الغير فقط دون أن يتحملوا أي مخاطر.³

ج. المتخصصون: هم أعضاء في البورصة يعملون على إيجاد أسواق عادلة ومنظمة وبالتالي فمهمتهم الأساسية هي

الحفاظ على إستقرار البورصة، إن المتخصص ماهو إلا سمسار⁴ إختار وقف تداولته على عدد محدود من الأسهم ويتلقى كذلك طلبات السماسرة الأخرين، ويشبهه (الوسيط التاجر) كونه قادر على العمل لحسابه الخاص ببيع وشراء ويتطلب تحول السمسار إلى متخصص موافقة لجنة عمليات البورصة، غير أن هذه الأخيرة عادة ما تضع شروط مشددة لذلك، نتيجة الدور الخطير والمهم الذي يلعبه المتخصص في تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال الطلب والعرض، ففي حالة زيادة معروض ورقة معينة على الطلب عليها يقوم المتخصص بتخفيض هامش الربح

¹ - فريد النجار، البورصة والهندسة المالية، مؤسسة شباب الإسكندرية، مصر، 2004، ص138.

² - سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الإستثمارية، دار الرابطة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص202.

³ - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن

2006، ص62.

⁴ - Lehmann. Bruce, Modest. David, **The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry**, University of Chicago Press, United States of America, January 1996, p275.

حتى يشجع المشتريين الجدد، أما في حال زيادة المطلوب على المعروض فإنه يلجئ إلى إستخدام مخزونه الخاص أو الرفع من هامش ربحه حتى يتحقق التوازن في السوق، غير أن المتخصص ملزم بالحفاظ على وجود تغيرات طفيفة في حركة الأسعار بهدف ضبط حركة البورصة وليس تحقيق أرباح كبيرة.¹

وكمثال على ذلك : شخص يريد الحصول على عدد معين من أسهم شركة داخل البورصة، يتصل هذا الشخص بأحد السماسرة ويطلب منه (أمر شراء) شراء عدد معين من الأسهم، وبعد ذلك يقوم هذا السماسر بالاتصال بسماسر داخل البورصة يدعى سمسار الصالة ويبلغه الأمر، قد يجد سمسار الصالة هذا الطلب (أمر شراء) موجود لدى سماسرة آخريين (لديهم عرض بيع)، وفي حال غير ذلك يتصل بالسماسر المتخصص في التعامل بهذه الورقة أو قد يجد طلبه بينهما، أي يجد عدد معين من الأوراق المطلوبة لدى السماسرة والباقي من عند السماسر المتخصص غير أن سعر الشراء سيكون مرتفع قليلا لوجود هامش ربح مرتفع قليلا في الأوراق المالية التي سيحصل عليها من عند السماسر المتخصص.²

ثالثا: أوامر بورصة الأوراق المالية وعملياتها:

أ. مفهوم أمر البورصة: هو أمر مكتوب أو شفهي أو بأي وسيلة من وسائل الإتصال الحديثة يعطي للسماسر الأمر بعقد صفقة (بيع أو شراء) على نوع معين من الأوراق المالية أسهم أو سندات أو معاً، ويُتَّع فيما بعد بخطابات منفصلة تؤكد هذا الأمر، إن الضامن الأساسي لحسن تنفيذ هذا الأمر يقف على مدى وضوحه من خلال:³

- تحديد نوع الورقة بدقة.

- الجهة المصدرة لها.

- السعر والكمية المطلوبة بدقة.

ب. أشكال الأوامر:

- 1 - الأمر بالسعر المحدد: ويقوم من خلال هذا الأمر العميل بتحديد سعر الشراء أو سعر البيع مسبقاً ومن الطبيعي أن يُعتبر سعر الشراء الذي يأمر به العميل هو الحد الأعلى، أما سعر البيع الذي يأمر به العميل يمثل الحد الأدنى، لذلك فإن من عيوب هذا الأمر أنه يمكن أن لا تتم الصفقة فقط لوجود فروق طفيفة في السعر.
- 2 - أمر السوق: هو أكثر أنواع الأوامر إنتشارا في البورصات، ويسمح هذا الأمر للسماسر بالشراء أو البيع وفق للأسعار السائدة في السوق ما يعطي للسماسر مجالاً لإستغلال خبرته في الحصول على أفضل الأسعار.

¹ - خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس)، مذكرة مقدم ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 66.

² - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، مرجع سبق ذكره، ص 63.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004 ص 172-173.

- (3) - الأمر بالسعر الأول (سعر الإفتتاح): يفرض هذا الأمر على السمسار تنفيذ الصفقة بسعر الإفتتاح على الورقة المالية ويكون هذا الأمر عادة في بداية الجلسة.
- (4) - الأمر بالسعر التقريبي: بموجب هذا الأمر يعطي الزبون للسمسار هامش من المرونة في تنفيذ الصفقة أعلى أو أقل من السعر المطلوب.
- (5) - الأمر بالسعر الأفضل: إن هذا الأمر يعطي للسمسار هامش كبير من المرونة في البحث عن السعر الأفضل، حيث يصدر الزبون للسمسار أمر شراء أو بيع (عدد معين من الأوراق المالية) بأفضل سعر في السوق، وتلعب خبرة السمسار وكفاءته دورا مهما في الحصول على أفضل الأسعار.
- (6) - الأمر بالتوقف عند سعر معين: يستخدم هذا الأمر من طرف الزبون للحفاظ على مستوى معين من الأرباح أو للحد من الخسائر الرأسمالية مثل: إذا حققت ورقة مالية أرباح من خلال وصول أسعارها إلى قيمة معينة، فيحدد الزبون الأمر للسمسار بأن يبيع إذ انخفضت تلك الأرباح عن قيمة معينة، مثال على ذلك: سهم مشتري ب (100 ون)، إرتفع إلى (130 ون) محقق أرباح بلغت (30 ون) للسهم فيأمر الزبون السمسار ببيع الورقة إذا إنخفضت إلى (120 ون) للحفاظ على الربح المحقق عند (120 ون).
- أما في حالة الحد من الخسائر الرأسمالية: فإن الزبون يأمر السمسار بالبيع إذا إنخفض سعر الورقة المالية عن سعر شراءها بنسبة معينة.
- مثلا: سهم مشتري ب (100 ون) يأمر الزبون السمسار بالبيع إذا بلغ قيمة السهم (80 ون) لتصبح خسارة (20 ون) مقبولة عند الزبون.
- (7) - الأمر المحدد بالزمن: يكون أمر الزبون إلى السمسار محدد بفترة زمنية معينة لتنفيذ الأمر يوم أسبوع، شهر ويحدد الزبون هذه الفترة بناءً على توقعاته وإحتمالات تغيرات الظروف الإقتصادية وظروف البورصة.
- (8) - الأمر بمبلغ: يمنح بموجب هذا الأمر الزبون للوكيل الحرية الكاملة في الشراء والبيع بمبلغ معين، فمثلا يخصص الزبون للسمسار مبلغ قدره 20 ألف دولار ويترك له مجال لإختيار نوع الأوراق المالية والكميات المناسبة.¹
- (9) - الأوامر المركبة والمحددة: يوجد العديد من الألفاظ التي تعبر عن أوامر يصدرها الزبون وتعديل بإستمرار ومن أمثالها:
- تعبير "بدون إلتزام": يدلي هذا الأمر السمسار بالبحث عن السعر الأفضل دون أن يحدث حركة كبيرة في الأسعار ويستخدم في حالة بيع كميات كبيرة من الأوراق المالية.
- تعبير "تقدير": يأمر الزبون بموجب هذا اللفظ السمسار بالحفاظ على الأسعار وتفاذي الفروقات الكبرى لصالح الزبون أي مراقبة حركة الأسعار بشكل مستمر والتعامل معها.

¹ - سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص201.

- تعبير "الحد الأدنى": يقوم الزبون بتحديد الحد الأدنى للسماز لتنفيذ الصفقة لا يتجاوز.
- تعبير "كل شيء أو لا شيء": لا يستطيع السماسر بعد صدور هذا الأمر التنفيذ الجزئي للصفقة سواء يباع أو شراء.¹

10) الأوامر المحددة بالكمية:

- أمر الكل أو العدم: ويحدد بموجب هذا الأمر الزبون للسماز كمية معينة للبيع أو للشراء، ولا يستطيع السماسر التنفيذ الجزئي لهذه الصفقة إذا لم تتوفر الكمية المطلوبة فعليه الإنتظار لحين توفر القدرة على تنفيذ الصفقة كاملة وفق ما هو مطلوب.
- أمر الكل أو العدم " لحظة الوصول": ويحدد بموجب الأمر الزبون للسماز كمية معينة (البيع أو الشراء)، فإذا توفرت يقوم السماسر بتنفيذ هذا الأمر أما إذا لم تتوفر هذه الكمية فإن السماسر يلغي هذه الصفقة مباشرة وهو ما يميزه عن (أمر الكل أو العدم).
- أمر التنفيذ ولو لجزء من الكمية لحظة الوصول: يستطيع بموجب هذا الأمر السماسر تنفيذ ولو جزء من الصفقة، إن لم يستطع تنفيذ كل الصفقة (بالكمية المطلوبة)، ويقوم بإلغاء الجزء المتبقي (الغير متوفر).

رابعاً: طرق التداول بالبورصة:

- يتم تحديد سعر الصفقة وبالتالي تنفيذها داخل البورصة من خلال طريقتين²:
- أ- طريقة المفاوضة: يقوم كل سماسر بوضع سعر الشراء لأوراق مالية معينة في حالة الطلب و وضع سعر البيع في حالة العرض والكميات المتوفرة، ويتم التفاوض على سعر تنفيذ الصفقة لتحديد السعر العادل، وتختلف الأسعار على حسب حجم الصفقة.
- ب- طريقة المزايدة: في هذه الطريقة يتم المزايدة على سعر إلى غاية الوصول إلى أحسن عرض للمشتري يناسب البائع ويتم الإعلان عن الأسعار نهائية علناً وينتهي تداول بعقد الصفقة.

¹ - ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص ص 175-176.

² - صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص 32.

المطلب الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية

يعد موريس كاندال أول من إكتشف مفهوم الكفاءة، حيث إكتشفه صدفة من خلال دراسة قام بها لسلوك أسعار الأسهم بهدف وضع نموذج متكرر لتحرك تلك الأسعار، وقد خلصت تلك الدراسة إلى أن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي ولا يمكن التنبؤ بأسعار الأسهم أو حركتها. وقد برر كاندال نتائجه بأن حركة الأسعار داخل البورصة تستجيب فقط إلى المعلومات الجديدة والتي تنتشر بدون سابق إنذار وهذا الإنتشار يمنع تحقيق أي أرباح أو عوائد غير طبيعية لذلك وجد أن كفاءة البورصة متعلقة أساسا بكفاءة تدفق المعلومات داخلها.¹

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية:

تعرف على أنها سرعة إستجابة الأسعار في سوق الأوراق المالية للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، لتصبح بذلك أسعار الأوراق المالية داخله تعكس المعلومات المتاحة. ووفقا لهذا التعريف فإن كفاءة السوق لا تعني بالضرورة أنه سوق نشيط لأن نشاطه مرتبط بحجم التداول وليس بتحرك الأسعار.²

إن أسعار الأوراق المالية داخل السوق الكفاء تستجيب بسرعة لكل معلومة جديدة. إذ إلى السوق من شأنها أن تغير نظرة المتعاملين إلى الشركة المصدرة للورقة المالية إرتفاعا أو إنخفاضا حسب طبيعة المعلومات وبالتالي سيعكس سعر سهم الشركة المعلومة المتاحة عنها ويعكس كذلك توقعات المستثمرين بشأن أرباحها المستقبلية³ وبالتالي فالسوق الكفاء يضمن وجود حالة توازن مستمر بين أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية وتحرك الأسعار داخل هذه الأسواق دون وجود سيطرة عليها، ويضمن السوق الكفاء كذلك التخصيص الكفاء للموارد المتاحة من خلال توجيهها نحو المجالات الأكثر ربحية من خلال دورين:

- إقبال المستثمرين على شراء أسهم شركات ذات الفرص الواعدة ما يوفر لها فرص تمويل كبيرة بأقل تكلفة.
- توجه المستثمرين لشراء أسهم شركة ما يعتبر مؤشر أمان لمؤسسات الإقراض، ويسمح للشركة بإصدار سندات أو تعاقد مع مؤسسات مالية للحصول على قروض أخرى.⁴

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 134.

² - رسمية احمد موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، الأردن، بدون سنة النشر، ص 35.

³ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 31.

⁴ - محمد احمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 41.

ثانيا: الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة:

من الطبيعي أن يسعى كل مستثمر داخل البورصة إلى تحقيق أقصى ربح ممكن (صفة الرشادة)، لذلك فإن المستثمرين يتنافسون لأجل الحصول على أفضل الصفقات التي تأتيهم أرباح مجزية، وفي ظل سوق كفاء لا يكون ذلك ممكنا إلا من خلال الإنفراد بالحصول على معلومة جديدة، تسمح للمستثمر بإعادة تقييم السعر الحقيقي للورقة المالية وبالتالي إتخاذ القرار المناسب.

غير أنه في واقع الأمر لا يستطيع كل مستثمر القيام بعملية جمع وتحليل المعلومات خصوصا بعد أن أصبحت بيوت السمسة ومستشاري الإستثمار والمكاتب المستقلة للبحوث والدراسات والصحف والمجلات المتخصصة تتنافس فيما بينها لخدمة المستثمرين وفي ظل هذا التنافس ترد نتائج التحليل بسرعة فائقة إلى العملاء وفي نفس الوقت ما يصعب الأمر أمام المتعاملين لتحقيق أرباح غير عادية.

لذا فمفهوم الكفاءة مبني أساسا على أنه لا يوجد فاصل زمني طويل بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج ثم حصول كافة المتعاملين عليها، الأمر الذي من شأنه أن يقضي على أي فرص لتحقيق أرباح غير عادية وإن المبالغة في عملية التحليل وإن ولدت بعض العوائد الإضافية فإن التكاليف الإضافية للتحليل تعادلها أو تفوقها. ومن الجدير بالذكر أنه لكي تتحقق فكرة كفاءة السوق لابد أن يعتقد عدد لا بأس به من المتعاملين بأن السوق غير كفاء، وأنه بإمكانهم تحقيق عوائد وأرباح من خلال الحصول على معلومات وتحليلها ما يؤدي إلى حصول تغيرات سريعة في حركة أسعار الأوراق المالية ويسمح بأن يعكس سعر الورقة المالية قيمتها الحقيقية.¹

ثالثا: الكفاءة الإقتصادية والكفاءة الكاملة:

(1) الكفاءة الكاملة: يقوم مفهوم الكفاءة الكاملة أساسا على عدم وجود فترة زمنية فاصلة بين المعلومة الجديدة والإستجابة السعريّة المباشرة للورقة المالية المتعلقة بها²، وحتى يتحقق هذا الأمر لابد من توفر مجموعة من الشروط³:

- لابد أن تتاح المعلومة لجميع من في السوق في نفس الوقت وبدون تكاليف.⁴
- إنعدام القيود على التعاملات مثل تكاليف التعاملات أو الضرائب أو غيرها.
- وجود عدد كبير من المستثمرين ما يمنع أي هيمنة أو إستئثار بالسوق.
- حرية الدخول والخروج والبيع والشراء لأي كمية من الأسهم دون شروط.
- توفر صفة الرشادة لدى المستثمرين وسعيهم نحو تعظيم الأرباح.

¹ - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأسمال، منشأة توزيع المعارف، مصر، 1997، ص 492.

² - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 281.

³ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 32.

⁴ - Giovanni Sabatini, Isadora Tarola, **Transparency on Secondary Markets**, National Committee for companies and stock exchanges – consob -, Italy, May 2002,p14.

إمكانية تحقق هذه الشروط:

أ. بالنسبة للشرط الأول: الحصول على المعلومة فهو متوفر ومتاح للمستثمرين بالجمان وإذا لم تتوفر المعلومة يكفي المستثمر شراء إحدى المجالات المتخصصة أو متابعة النشرات الإخبارية للقنوات المتخصصة (بدون تكليف أو تكليف زهيدة لا تشكل عبء على المستثمر)، أما بالنسبة للشق الثاني من الشرط والمتعلق بوصول المعلومة في نفس الوقت، يمكن أن تصل المعلومة إلى أقارب وأصدقاء أعضاء مجالس إدارة الشركات الذين يتعاملون في البورصة قبل أن تصل تلك المعلومة إلى السوق غير أن عدد هؤلاء يبقى صغيرا جدا مقارنة بالسواد الأعظم من الجمهور، وإن المعلومات التي تصل إلى السوق تنتشر بسرعة فائقة جدا كما أن بعض الإقتصاديين يرون أنه في الوقت الذي من الممكن أن تصل المعلومة إلى أحد أقارب أو أصدقاء وأعضاء مجلس الإدارة يمكن أن يستعين المستثمرين بخدمات بيوت السمسة الكبيرة أو مكاتب البحوث والدراسات ذات السمعة والتكاليف الزهيدة والتي عادة ما تكون لديها طرقها الخاصة في الحصول على المعلومة إضافة إلى قدراتها على التحليل العميق للمعلومات ما يجعل الجميع يتساوى.

ب. بالنسبة للشرط الثاني: فهو غير محقق حيث يوجد في كل البورصات تكاليف المعاملات إضافة إلى وجود ضرائب وفي بعض الأحيان تقف هذه الأخيرة عائقا أمام إبرام بعض الصفقات، ففي نهاية السنة قد يرغب المستثمرين في تحويل عبء الضريبة إلى السنة المقبلة فيؤجل إبرام الصفقة إلى حلول السنة المقبلة، إضافة إلى وجود حد أدنى لعدد الأسهم التي يمكن أن يشتريها أو يبيعها المستثمر.

ج. بالنسبة للشرط الثالث: المتعلق بوجود عدد كبير من المستثمرين وعدم قدرة أحدهم على التأثير في الأسعار فهو الآخر غير قابل للتحقق حيث يشير واقع البورصات إلى إنتشار مؤسسات الإستثمار المالي العملاقة بشكل كبير حيث إن حجم صفقاتها عادة ما يترك أثره على أسعار الأوراق المالية المتعامل بها ولا يقف الأمر على هذا فأحيانا مجرد إشاعة خبر توجه أحد المستثمرين المشهود لهم بالحنكة لشراء حجم معين من أسهم أحد الشركات كفيلا بالتأثير على حركة أسعارها.

د. بالنسبة للشرط الأخير: (صفة الرشادة) فهو محقق ومقبول وإن لم يتوجه بعض المستثمرين إلى ذلك، إلا أن السواد الأعظم من المستثمرين يسعون لتعظيم أرباحهم.

وقد خلص الإقتصاديين إلى أنه من الإستحالة تحقق هذه الشروط (شروط المنافسة التامة) لا في بورصة الأوراق المالية ولا في أي سوق آخر.¹

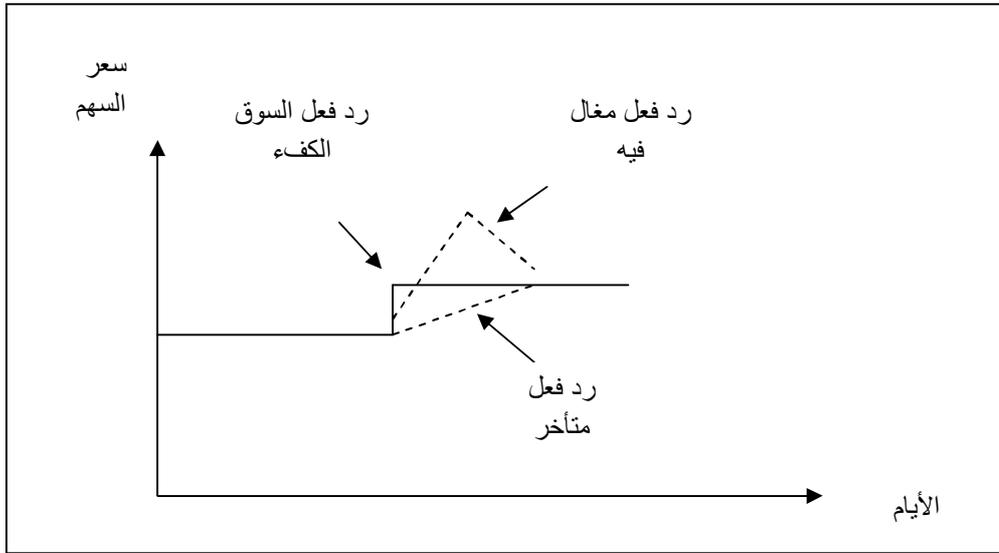
¹ - منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 495.

(2) الكفاءة الاقتصادية: يفترض مفهوم الكفاءة الاقتصادية وجود فجوة زمنية بين وصول المعلومة للسوق وإنعكاسها على الأسعار، ما يعني أنه من الممكن أن تعبر الأسعار عن قيمة سوقية أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية للأوراق المالية، غير أن وجود تكاليف المعاملات وضرائب لا تسمح بتحقيق أرباح كبيرة غير عادية.

يوضح الشكل (1.1): حركة الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

الشكل (أ): رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة

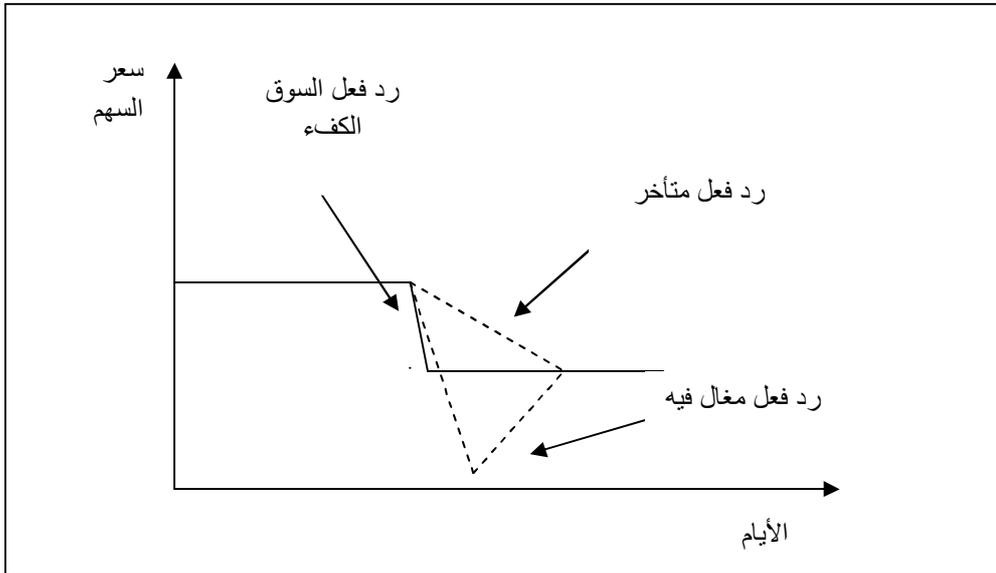
(ارتفاع الأسعار)



المصدر: منير احمد هندي، الأوراق المالية وأسواق رأسمال، مرجع سبق ذكره، ص 499.

الشكل (ب): رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة

(انخفاض الأسعار)



المصدر: منير احمد هندي، الأوراق المالية وأسواق رأسمال، مرجع سبق ذكره، ص 499.

يوضح الشكل رقم (أ) سعر سهم ورقة معينة في سوق الأوراق المالية وحركة سعرها بعد ورود معلومة جديدة سارة للسوق.

أ. إذ كان السوق كامل الكفاءة سيرتفع السعر مباشرة إلى السعر الحقيقي وهو ما يوضحه الخط المستقيم.
ب. أما في ظل فرض الكفاءة الإقتصادية فيحتاج الأمر إلى بعض الوقت حتى يتطابق سعر السوق مع السعر الحقيقي للسهم ما يعني وجود فجوة زمنية، ويعكس تحرك الأسعار في ظل فرض الكفاءة الإقتصادية حدوث أمرين¹:

- احتمال أن يكون مكتب السمسرة قد أبلغ عملائه عن المعلومة قبل أن يصل إلى إستنتاجات نهائية فيسرع بعض المستثمرين لإصدار أوامر شراء ما يرفع سعر سهم قليلا فقط وبعد أن يصل مكتب السمسرة إلى نتائج نهائية ويبلغ بها كافة عملائه يسرع هؤلاء بإصدار أوامر الشراء وطبعاً سيؤخذ سعر الورقة المالية في الإرتفاع حتى يبلغ السعر الحقيقي بها، وهذا ما يدعى "برد الفعل المتأخر".
- أما الاحتمال الآخر هو أن مكتب السمسرة قد أبلغ عملائه معلومات مغال فيها قبل أن يصل إلى إستنتاجات نهائية ما يرفع سعر الورقة المالية بصورة أعلى من سعرها الحقيقي وبعد وصول النتائج النهائية إلى العملاء ستندفق أوامر البيع حتى ينخفض سعرها ليتطابق مع سعرها الحقيقي، وكذلك الأمر في حالة ورود السوق معلومات محبطة.

رابعاً: متطلبات كفاءة السوق:

- إن السوق الكفاء هو الذي يحقق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة ويعمل على توجيهها نحو المجالات الأكثر ربحية، وحتى يصبح السوق قادرة على ذلك لابد أن تتوفر لديه سميتين أساسيتين²:
- أ. **كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** يقصد بها أن تصل المعلومات الجديدة إلى كافة المتعاملين داخل البورصة بسرعة - دون فاصل زمني كبير - و بأدنى تكلفة وبالتالي ستعكس الأسعار السوقية المعلومات المتاحة، ويستلزم ذلك وجود شبكة منظمة ذات كفاءة عالية تتكفل بنشر المعلومات، لتضمن وجود منافسة عادلة تتساوى فيها فرص تحقيق الأرباح داخل البورصة وتصبح عملية تحقيق أي أرباح غير عادية³.
- لذا فمفهوم كفاءة التسعير متعلق أساساً بقدرة الأسعار على عكس كل المعلومات المتاحة.
- ب. **كفاءة التشغيل:** لا يستطيع السوق الكفاء تخصيص الموارد بشكل كفاء دون أن يتحقق شرط كفاءة التشغيل حتى وإن تحقق شرط كفاءة التسعير، ويقصد بكفاءة التشغيل هي " قدرة السوق على خلق توازن بين العرض

¹ - منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 499.

² - عاطف وليم اندروس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دارالفكر الجامعي، مصر 2007، ص 155.

³ - Paulos .John, **A Mathematician Plays the Stock Market**, Basic Books, New York, 2003 p59.

- والطلب " دون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة، ومن غير أن يتيح للسماصرة وصناع السوق أي فرص لتحقيق أرباح غير عادية.
- ومن خلال ذلك يتضح أن مفهوم كفاءة التشغيل متعلق أساسا بخفض تكاليف المعاملات إلى أدنى الحدود. ويستخدم عادة للرفع من كفاءة التشغيل عدة أساليب تسمح بخفض تكاليف المعاملات أهمها:
- السماح للشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من بورصة، ما يؤدي إلى إحتدام المنافسة بين صناع السوق والسماصرة، وبالتالي إنخفاض هوامش الربح لديهم.
 - عدم تثبيت نسبة عمولة السماسرة من الصفقات وجعلها محل تفاوض بينه وبين العميل، وفي ظل وجود تنافس بين بيوت السمسرة ستنخفض تكاليف إبرام الصفقات.
 - اللجوء إلى إيقاف عمليات التداول داخل البورصة إذا كان هناك إختلاف كبير بين الطلب والعرض.

خامسا: مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية:

- تُقسم مستويات كفاءة البورصات إلى ثلاث مستويات أساسية، تتحدد من خلال العلاقة بين الأسعار وطبيعة المعلومات المتوفرة فيها ونميز بين:
- أ. **السوق الكفاء بدرجة ضعيف:** في ظل هذه الصيغة تعكس الأسعار فقط المعلومات التاريخية المتاحة كأسعار وأحجام المعاملات السابقة وأرباح ونتائج أعمال الشركات، وتعتبر هذه المعلومات متاحة وشائعة لدى الجميع لـتحققها في تاريخ سابق، ويمكن الحصول عليها دون أدنى تكلفة لذلك لا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح استثنائية من هذه المعلومات¹، وتفترض هذه الصيغة إستحالة توقع أسعار الأوراق المالية مستقبلا لأن التغيرات في أسعار الأوراق المالية تأخذ شكلا عشوائيا مرتبط بورود معلومات جديدة وإن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن تحركات الأسعار في الماضي، وأمام هذا الوضع فإنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أي أرباح مستقبلية إستثنائية من خلال تحليل حركة الأسعار في الماضي.²
- ب. **السوق الكفاء بدرجة نصف قوي:** في ظل هذه الصيغة تعكس الأسعار المعلومات التاريخية والحالية المتاحة للجميع مثل :

- الأحداث العالمية (سياسية أو إقتصادية).
- الظروف الإقتصادية على المستوى الوطني وتوجهات السياسة الإقتصادية.³

¹ - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 50.

² - عاطف وليم اندروس، مرجع سبق ذكره، ص 156.

³ - Fidelity Management & Research Co, **Q1 2009 Market Update**, The Market Analysis Research and Education (MARE) group, a unit of Fidelity Management, United States of America, April 2009,p46.

- ظروف القطاع الإقتصادي الذي تزاوّل ضمنه الشركة عملها.
- التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة.

وبالتالي لا يستطيع من يعتمد على هذه المعلومات تحقيق أي أرباح إستثنائية من هكذا معلومات متاحة وإن حدث ذلك سيكون لفترة قصيرة وراجع إلى أن الإستجابة الأولية تكون مبنية على وجهات نظر، غير أنه وبعد وقت قصير تصدّر التقارير النهائية لبيوت الخبرة والسمسرة وبالتالي ستعكس الأسعار المعلومات الواردة للسوق.¹

ج. السوق الكفاء بدرجة قوي: في ظل هذه الصيغة فإن الأسعار ستعكس المعلومات التاريخية و المعلومات الحالية والمستقبلية، ولا يستطيع أمام هذا الوضع أي مستثمر تحقيق أرباح إستثنائية نتيجة إنتشار المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية داخل البورصة، لكن توفر هذا الشرط مستحيل في الواقع، لذا فوجود هذا السوق في الواقع مستحيل.

ومهما كان مستوى كفاءة السوق سواء كانت بدرجة ضعيف أو نصف قوي أو قوي فإنها أسواق كفاءة والإختلاف فيما بينها يكمن في طبيعة المعلومة المتاحة والتي ستعكسها أسعاره.²

سادسا: شروط كفاءة السوق:

حتى يتصف السوق بالكفاءة لابد من توفر عدة شروط أهمها³:

- توفر المعلومات والبيانات بالدقة اللازمة وفي الوقت المناسب لجميع المتعاملين.
- توفر السيولة والتي تعني القدرة على البيع والشراء في أي وقت وبأسعار معروفة مسبقا إلا إذا وردت إلى السوق معلومة جديدة وجوهريّة تؤدي لتغير في الأسعار.
- كلما إنخفضت تكاليف المعاملات داخل السوق كلما إرتفعت كفاءة السوق.
- العمق وعادة ما توصف السوق بالعمق إذا كانت حركة التعاملات بها نشيطة ويوجد بها عدد كبير من أوامر البيع والشراء بصفة مستمرة إضافة الى وجود عدد كبير من المستثمرين.
- عدم وجود قيود على الدخول والخروج من السوق.
- تجانس التوقعات داخل السوق وعدم وجود إختلافات كبيرة (جوهريّة) في أسعار الصفقات السابقة والحالية.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 143.

² - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 51.

³ - محمد احمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 45.

المبحث الثاني: دور بورصة الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي

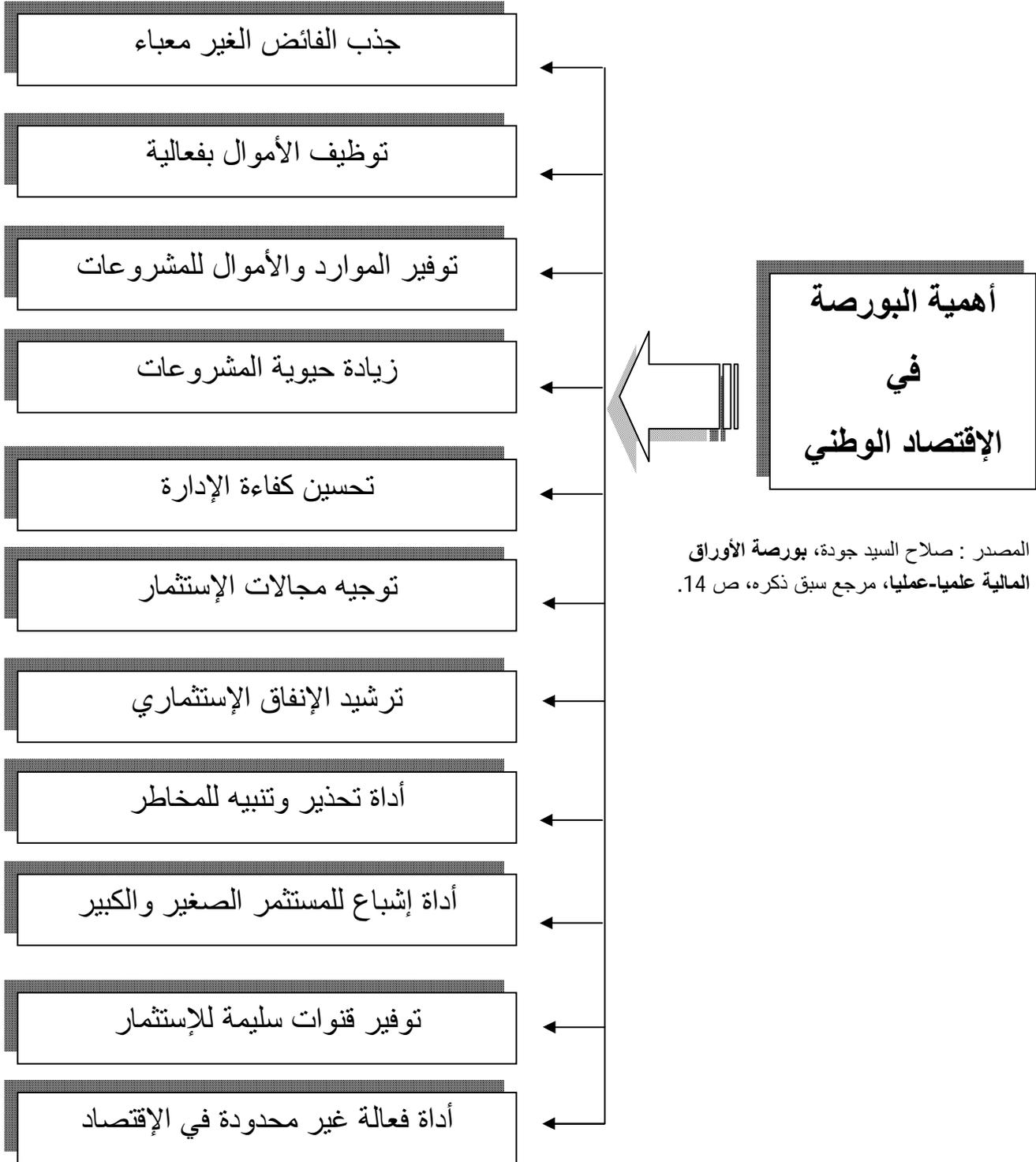
لقد ساهمت النجاحات الإقتصادية الكبرى في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي حققتها من خلال قطاعها التمويلية وعلى رأسها بورصات الأوراق المالية بأن تحتل بورصات الأوراق المالية المكانة الأبرز وأن تحظى بإهتمام الإقتصاديين وصناع القرار ، خاصة من خلال دورها الهام في حشد المدخرات لتمويل عملية التنمية الإقتصادية و في تخصيص الأمثل للموارد، لذلك سنستعرض خلال هذا المبحث أهمية بورصات الأوراق المالية ووظائفها وأثارها التنموية داخل الإقتصاد.

المطلب الأول: أهمية بورصة الأوراق المالية

إستمدت بورصة الأوراق المالية أهميتها بشكل أساسي من خلال دورها الهام في توفير الموارد المالية للإقتصاد من خلال ربط جهات الفائض المالي بجهات العجز المالي، غير أن هذا الدور ما لبث أن تطور بشكل كبير في الوقت الحاضر وأصبحت البورصة تمارس أدواراً متعددة الأوجه لتشمل جميع جوانب الإقتصاد وبتأثيرها يؤثر في كافة مجالات النشاط الإقتصادي ويتأثر بها في نفس الوقت، وتنقسم أهمية بورصات الأوراق المالية إلى قسمين، القسم الأول متعلق بأهميتها بالنسبة للإقتصاد الوطني، أما القسم الثاني فهو متعلق بأهمية بورصة الأوراق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات.

أ. أهمية بورصة الأوراق المالية بالنسبة للإقتصاد الوطني: يتضح هذا الدور من خلال الشكل التالي:

شكل (1،2): يوضح أهمية البورصات في الإقتصاد الوطني



وتبرز أهمية البورصة في الإقتصاد الوطني من خلال :

(1) - **تشجيع عمليات الإدخار والإستثمار:** إن ملاحظة الأشخاص للتعاملات التي تجري في البورصة من خلال عرضها للأسهم والسندات وباقي الأدوات المالية لتمويل المشاريع الإستثمارية سيحفز المدخرين لإتباع سلوكهم الإستثماري، ويدعوهم لإستثمار مدخراتهم (خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون إقامة مشاريع بمفردهم)، وسيسمح هذا بتعبئة المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى مشاريع وإستثمارات يحتاج لها الإقتصاد الوطني (طبعاً سيتم ذلك في ظل سوق يتمتع بالسيولة والشفافية)¹، وتعطي البورصة للمدخرين الحرية في التصرف بالأوراق المالية التي يجوزهم بيعاً أو شراءً إضافة إلى أنها تمنحهم فرصة لزيادة دخولهم وإستثمار مدخراتهم الصغيرة وفق لشكل الإستثمار الذي يتوقعون منه عوائد أكبر، وبالشكل الذي يناسب حجم مدخراتهم ويتمشى مع ما يستطيعون أن يقبلوه من مخاطر، وتسمح الشفافية الموجودة داخل البورصة للمدخرين بإتخاذ القرارات المناسبة، وتقوم البورصة كذلك بتوفير فرص تمويل لأصحاب المشاريع الإستثمارية بتكاليف أقل وهكذا تقوم البورصة بالتوسط بين وحدات الفائض ووحدات العجز ما يجعلها تمثل أحد أهم آليات تجميع المدخرات لتوجيهها نحو مختلف مجالات الإستثمار.²

(2) - **تقويم أداء الشركات والمشاريع:** تعتبر البورصة في الكثير من الأحيان سلطة رقابية خارجية غير رسمية على أداء الشركات وكفاءة سياساتها والتي تنعكس على نتائج أعمالها، فإذا حققت نتائج جيدة سترتفع أسعار أسهمها أما إذا حدث العكس وكانت نتائجها ضعيفة سينعكس ذلك مباشرة على أسعار أسهمها. وتلزم البورصة الشركات المدرجة داخلها بمسك مجموعة من الدفاتر القانونية، وتبين مراقب حسابات خارجي وبذلك ستضمن البورصة صحة التقارير المقدمة من الشركات المدرج بها، لذلك ستسعى هذه شركات جاهدة لترفع من أدائها لينعكس أثر ذلك على أسعار أسهمها.

(3) - **تحديد أسعار الأوراق المالية على أساس المعرفة الكافية ودرجة العالية من العدالة:** تتحدد أسعار الأوراق المالية داخل البورصة على أسس موضوعية، وبصورة واقعية من خلال المعلومات المتاحة عن الشركات وهنا على التعاملات التي تتم بين عدد كبير من المتعاملين لا يعرفون بعضهم البعض حيث يتحدد سعر الورقة المالية من خلال تقاطع قوى الطلب مع قوى العرض عبر المفاوضات أو المزادات لينعكس في الأخير السعر المناسب للورقة المالية في أعين المتعاملين على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.

(4) - **بورصة الأوراق المالية مرآة للنشاط الإقتصادي:** تمثل البورصة حلقة الوصل بين مختلف الفعاليات الإقتصادية "بنوك، مدخرين، مشاريع، شركات"، ويسمح لها ذلك بأن تمثل مؤشراً لإتجاهات الأسعار ومعدلات الإدخار والإستثمار، والتي تعكس جانب مهم من واقع النشاط الإقتصادي، كما إستطاعت البورصات في

¹ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

² - فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 31.

الدول المتقدمة التنبؤ بأغلب فترات الكساد والنشاط الإقتصادي قبل حدوثها بمدة تتراوح ما بين 6 إلى 24 شهرا.

غير أن هذا الطرح يحمل بعض الإعتراضات كون أن حالات الرواج والكساد لم تعد متعلقة فقط بتقديرات الطلب والعرض المحليين، بل أصبحت متعلقة كذلك بعوامل خارجية.

ويرى روبرت سالمون: " أن سوق الأوراق المالية يمكن أن تكون إحدى المؤشرات الرئيسية العامة التي تبين أو تعطي فكرة عن حركة النشاط الاقتصادي، إلا أنها ليست مؤشرا كاملا".

ذلك لأنها تعكس توقعات المستثمرين التي قد لا تصيب في جميع الأحوال، ومع هذا إن سوق الأوراق المالية تعتبر مؤشرا هاما للإلتجاهات المستثمرين، ومقياسا جيدا وإن لم يكن كاملا.¹

5 - بورصة الأوراق المالية توفر بيانات ومعلومات عن الفرص الإستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها: تقوم بعض الأجهزة داخل السوق بالقيام بدراسة جدوى بعض المشاريع المهمة للإقتصاد الوطني، ودعم عمليات الإكتتاب في أسهمها.

6 - المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد المالية من خلال توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية: وبالتالي دعم عملية النمو والتنمية*، غير أن ذلك يتطلب أن تكون البورصة ذات كفاءة.

7 - التقليل من مخاطر التضخم والإنكماش المالي: تمثل بورصة الأوراق المالية أحد القنوات التي تسعى السلطة النقدية إلى تحقيق أهدافها من خلالها، ويبرز هذا الدور في بورصات الدول المتقدمة التي تتمتع بوجود عدد كبير جدا من المتعاملين وأحجام كبيرة من التعاملات الأمر الذي يرفع كثيرا من فعالية السياسة النقدية ويتدخل البنك المركزي إذا ما كان راغبا في تخفيض معدلات التضخم بعرض (بيع) ما في حوزته من أوراق مالية ليسحب بذلك كتلة معينة من النقد، ويحصل العكس في ما إذا كان يرغب في معالجة حالة الإنكماش المالي.²

8 - جذب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في شركات محلية: إن وجود بورصة متطورة داخل الإقتصاد يساهم في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للإستثمار بها وفق قوانين الإستثمار والإجراءات الإدارية المتعامل بها داخل هذه الدولة.³

¹ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص 63-65.

* - يختلف مفهوم النمو الإقتصادي عن التنمية الاقتصادية حيث ينصرف مفهوم النمو الإقتصادي الى معدل الزيادة في الدخل القومي الحقيقي عبر الزمن أما التنمية الاقتصادية فتعني التغيير في البنيان الاقتصادي و الاجتماعي و الثقافي وغير ذلك ليشمل جميع أبعاد المجتمع.

² - فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 32.

³ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص 67-70.

(9) - تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية: أصبحت بورصة الأوراق المالية تمثل بديلا مناسباً أمام الحكومات لتمويل التنمية بشروط وتكاليف مناسبة مقارنة بعملية الإقتراض من جهات خارجية والتي تفرض شروطاً وتكاليف غير ميسرة لا من حيث سعر الفائدة المرتفعة ولا من حيث مدة القرض.

(10) - بورصة الأوراق المالية تتيح فرصاً للإستثمارات قصيرة الأجل: عادة ما تقوم البنوك والمؤسسات المالية بتوظيف أموالها في مشاريع متوسطة أو طويلة الأجل، غير أنه في بعض الأحيان لا تستطيع هذه المؤسسات توظيف أو إستثمار أموالها كاملة بسبب تقلبات موسمية أو ظروف معينة فتبقى لديها بعض الفوائض المالية، ومن غير الإقتصادي أن تبقى هذه الفوائض في شكل نقدي، لذا تقوم هذه المؤسسات بإستثمار هذه الفوائض في البورصة على هيئة أدوات مالية قابلة للتسليم في الوقت الذي يلائمها.

ب. أهمية بورصة الأوراق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات:

(1) - سهولة إستثمار رؤوس الأموال: إن الإستثمار في البورصة أسهل بكثير من الإستثمار في مجالات الإستثمار الأخرى كونه لا يشترط وجود مبالغ كبيرة جداً وفترات طويلة وخبرات خاصة، ويستطيع أي شخص لديه مدخرات وإن كانت صغيرة إستثمارها في شركات تجارية أو صناعية أو خدمية رائدة والإستفادة من أرباحها، إضافة إلى الإستفادة من الأرباح الناتجة عن إرتفاع أسهمها كما تتيح للمستثمرين فرص تنوع محافظهم المالية.

(2) - بيع الحقوق وشرائها: إن التعاملات داخل البورصة تتم من خلال تداول الحقوق بيعاً وشراءً فلا يتطلب إنسحاب أحد المستثمرين من الشركة تصفية أصل الثروة "المشروع أو الشركة" و يكفي أن يعرض ما في حوزته من أوراق مالية للبيع في بورصة الأوراق المالية.

(3) - تعتبر أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع إنشاء مشروع لقلته رأس ماله.

(4) - يشجع وجود بورصة نشطة بنوك الإستثمار على ضمان إصدارات كثيرة.

(5) - تستخدم في الكثير من الأحيان الأوراق المالية داخل الدول المتقدمة كأداة ضمان لدى الدائنين (ولا يتم ذلك إلا في وجود بورصة نشطة وذات كفاءة).

ومن خلال ما سبق يتضح أن البورصة توفر العديد من قنوات الإستثمار أمام الأفراد وتعتبر أداة مهمة تستخدم لتشجيع التنمية الاقتصادية.¹

¹ - صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص 15.

المطلب الثاني: وظائف بورصة الأوراق المالية وأثارها التنموية

إن كل ما سبق الحديث عنه من أهمية لبورصات الأوراق المالية ينبع أساسا من ثلاث وظائف رئيسية تقوم بها البورصة: الوظيفة الإقتصادية (الإدخارية)، الوظيفة المالية (التمويلية) والوظيفة التنموية.¹

تحدث الوظائف الثلاث الأولى والثانية معا:

1. الوظيفة الإقتصادية (الإدخارية):

تتلخص هذه الوظيفة في الدور الذي تقوم به البورصة من خلال التوسط بين المقرضين والمقترضين من خلال إيجادها لقنوات إستثمارية تحمي حقوق المتعاملين وتحقق لهم عوائد وأرباح أكبر، وتوفر لأصحاب الفوائض الذين لا يمتلكون الخبرات والأموال الكافية اللازمة لإنشاء مشاريع فرص لتوظيف أموالهم، ويتضح هذا الدور خاصة في حالة صغار المدخرين الذين لا يستطيعون إقامة مشاريع مستقلة بتمويلهم الخاص، ومن خلال هذا الدور تعمل البورصة على تعبئة مدخرات صغار المستثمرين وتسهيل إنتقال الموارد المالية بما يخدم الإقتصاد ويرفع من المستوى المعيشي.

2. الوظيفة المالية (التمويلية):

تتلخص هذه الوظيفة في الدور التنظيمي الذي تقوم به البورصة المنظم لتدفقات الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، لأن أصحاب المشاريع لا يستطيعون تمويل كافة مشاريعهم ويعني ذلك تأجيل بعض هذه الإستثمارات إلى أن يتوفر التمويل اللازمة لها حتى يتم إستئناسها في حين أنه يمكن أن يكون في ذات الوقت أفراد داخل نفس الدولة لديهم مدخرات غير مستثمرة أو ليس لديها أي فرص للإستثمار (عاطلة) خاصة إذا كانت صغيرة، لذلك فإن وظيفة البورصة هي تسهيل تدفق الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، ومن الواضح أنه لا يوجد فروقات كبيرة بين الوظائف المالية والإقتصادية إلا أن التفرقة عادة ما يستخدمها الإقتصاديين للتحليل فقط.²

ويقسم التمويل داخل البورصة إلى قسمين³:

أ. التمويل الداخلي: تمول وحدات الإستثمار في الدولة من خلال وحدات الإدخار داخل نفس الدولة وبالتالي تكون المنفعة مزدوجة (مدخرين ومستثمرين) دون أي سلبيات.

ب. التمويل الخارجي: تمول وحدات الإستثمار للدولة من خلال وحدات إدخارية لدول أجنبية وبالتالي لا تكون المنفعة مطلقة (مزدوجة)، إضافة الى الشروط المصاحبة لمثل هذه العمليات من طرف البلد الأجنبي على البلد المحلي.

¹ - محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 37.

² - محمد احمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 25.

³ - محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 38.

وقبل التطرق إلى الوظيفة الثالثة "الوظيفة التنموية لبورصة الأوراق المالية"، سنتكلم عن تقسيم أحر لوظائف بورصة الأوراق المالية والذي يقسم وظائفها إلى قسمين:

3. وظيفة تحويل الخطر :

إن الإستثمارات في شكلها المادي تخضع للعديد من المخاطر منها ما هو متعلق بعدم التأكد من حجم الطلب على السلع والخدمات المنتجة، إضافة إلى وجود العديد من المخاطر الأخرى، و نتيجة لهذا فقد برزت وظيفة بورصة الأوراق المالية في تحويل الخطر من خلال إقتسامه بين عدة شركاء، وقد إرتفعت الإصدارات الممولة لهذه المشاريع بشكل كبير في الوقت الحاضر نتيجة¹:

أ. إن إحتتمالات الخسائر تقف في أقصاها على حجم الإستثمار ولا تتعداه إلى باقي ملكية المساهم (صاحب الأسهم).

ب. عدم قدرة الأفراد وشركات الأشخاص على تمويل مشاريع عملاقة وكبيرة مثل شركات الحديد والصلب وشركات الطيران وغيرها.

ج. إن البنوك ملتزمة بالحفاظ على نسب سيولة معينة وبالتالي فإنها لا تستطيع توفير الأموال كاملة للمشاريع الكبرى بل تساهم بجزء فقط من تكاليف الإستثمار لأن الموارد محدودة لديها.

4. وظيفة تحويل الإنتظار:

تأمن بورصة الأوراق المالية المجال لتداول الأوراق المالية التي لم تستحق بعد أجالها أو تلك التي تبقى أجالها إلى ما لانهاية مثل الأسهم (طبعاً مادامت الشركة موجودة و مسجلة في البورصة) ويستطيع أصحاب هذه الأوراق المالية تداولها بيعاً وشراءً لأن تملك هذه الأوراق يشترط الحصول على مبالغ معين عند تاريخ الإستحقاق ولا يشترط الإحتفاظ بها إلى ذلك الوقت (في حالة السندات)، وكذلك تملك الأسهم لا يشترط الإحتفاظ بها، هذا من جهة ومن جهة أخرى إن الإقبال على إصدارات الأوراق المالية الجديدة طويلة الأجل لن يلقي رواجاً ما لم تكن هناك بورصة تقوم بتسييل هذه الأوراق وقت ما يرغب المستثمرين بذلك، و أن لا ترتبط عوائدهم وأرباحهم بفترات زمنية طويلة إلى غاية أن يبدأ هذا المشروع في تحقيق أرباح لتوزع عليهم.

وإضافة إلى ما سبق من الوظائف فإن بورصة الأوراق المالية تساهم في عملية التنمية الإقتصادية من خلال:

5. الآثار التنموية لبورصة الأوراق المالية (الوظيفة التنموية):

يُعيد عدد كبير من الإقتصاديين مشاكل البلدان المتخلفة إلى عدم كفاية رؤوس الأموال الموجهة للإستثمار وتختلف طرق إنتاجها، ويتفق أغلبهم على أهمية التكوين الرأسمالي داخل أي دولة بإعتباره جوهر عملية التنمية ومن

¹ - صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص 37.

خلاله تصبح عملية التنمية ممكنة، وبذلك تبرز أهمية بورصة الأوراق المالية في عملية التنمية من خلال دورها الأساسي في حشد رؤوس الأموال (في الوقت الذي تعتبر نظرية التنمية ندرة رأس المال سبب للتخلف).

أ- أهمية بورصة الأوراق المالية في تمويل التنمية: من المهم قبل أن نبدأ في الحديث عن هذا الدور أن نتفق على أن المقصود بتمويل التنمية في هذا الطرح ينصرف إلى تمويل الجهاز الإنتاجي الذي يقوم بتشغيل موارد طبيعية، بشرية، مالية، والذي يأخذ شكل شركات المساهمة.¹

وتعتقد كل شعوب العالم أن التنمية الإقتصادية تحقق الرفاه للمجتمع والقوة والمجد ما يبرر السعي الدؤوب لحكومتها لتحقيقها، غير أن النظريات الإقتصادية إختلفت في تحديد طريقة الوصول إليها وتعد نظرية التراكم الرأسمالي أشهرها حيث يقول (Merier): " إن التراكم المالي ليس كل شيء، إلا أنه يمثل جوهر عملية التنمية والتي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة".²

ومن خلال هذا يعتبر النقص الحاد أو النسبي في التراكم الرأسمالي إضافة إلى ضعف التوظيف المناسب له مشكلة تواجهها أي خطة تنموية وخاصة منها تلك الموجودة في الدول النامية.

وتلجأ الحكومة في العديد من الدول إلى تمويل عمليات التنمية من خلال المزيد من الإصدار النقدي (التمويل التضخمي) غير أنه يولد مشكلة أخرى هي التضخم، لذلك يبقى الحل المناسب لهذه الدول هو طريقة تسمح بحشد المدخرات العاطلة لدى الأفراد خاصة بين صغار المدخرين والذين ليس بمقدورهم إقامة مشاريع مستقلة وتوجيهها نحو مختلف مجالات الإستثمار بطريقة تضمن حسن تخصيص هذه الموارد.

حشد المدخرات + الإستثمار الأمثل لها = التنمية الإقتصادية

هذا من جهة و من جهة أخرى يتشكل الجهاز الإنتاجي في أغلب دول العالم المتقدم من شركات المساهمة والتي أصبحت اليوم تمثل أحد علامات التقدم والتطور داخل الإقتصاديات ولا يختلف إثنان حول العلاقة الوثيقة الموجودة بين شركات المساهمة وبورصة الأوراق المالية، فمثلا تمثل شركات المساهمة عند أغلب الدول المتطورة حجر الزاوية في جهازها الإنتاجي تعتبر بورصة الأوراق المالية الوسيلة الضامنة لبقائها و إستمرارها و تطورها.

¹ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص 73.

² - محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 39.

ب- دور شركات المساهمة في التنمية الإقتصادية: تعتبر شركات المساهمة أحد أهم التنظيمات الإقتصادية التي فرضها التطور الإقتصادي، حيث أصبحت هذه الشركات تمثل كيانات إقتصادية عملاقة يتعاضم دورها داخل الإقتصاد بتعاضم النشاط الإقتصادي للمجتمع وتقدمه وتطوره، ومن أبرز الخصائص التي تمتاز بها هذه الشركات أنها لا تقوم على إعتبرات شخصية فوجودها مستقل عن الشركاء، فلا تنتهي بخروج الشريك أو وفاته أو إفلاسه ما يضمن إستمرارها ويضعف من أهميتها.¹

وتتوقف التنمية الإقتصادية في أي بلد على قدرات جهازه الإنتاجي الذي يتكفل بتشغيل كافة الموارد التي يمتلكها المجتمع، وقد تولت في هذا العصر شركات المساهمة هذا الدور، الأمر الذي جعل البلدان النامية في أشد الحاجة إليها خاصة أن هذا النوع من الشركات يسمح لها بالإعتماد على نفسها ويدعم قدرتها على التقليل من الإعتماد على الخارج والنهوض بتنميتها التي تقتضي منها تعبئة كل ما هو متاح من الموارد المالية و إستخدامها بكفاءة عالية، من خلال تشجيع الأفراد والمؤسسات والهيئات للمساهمة في إنشاء مشاريع أو تطوير المشاريع القائمة منها لتدعم بذلك خطط التنمية الإقتصادية داخل البلد وتب زُرْ أهمية شركات المساهمة من خلال خصائصها حيث :

- تأمين وعاء مهما تصب فيه مدخرات الأفراد والمؤسسات.
- تتمتع هذه الشركات بالمرونة العالية حيث يسمح نظامها القانوني لآلاف الأفراد والمؤسسات بالمساهمة فيها ما يبرر ضخامة رؤوس أموالها.
- إن قدراتها المالية الكبرى تسمح لها بالتمتع بمزايا الإنتاج الكبير وتحقيق الوفرة، وإستخدامها لتكنولوجيا متطورة.
- يتميز هذا النوع من الشركات بقيامه في الغالب بتخصيص جزء مهم من إستثماراته للبحوث والتطوير.
- إن إستقلالها القانوني عن شخصية الشركاء يسمح لها بالخوض في المخاطر العالية، التي لا تستطيع المؤسسات الصغيرة أو الفردية الخوض فيها، كما تقوم هذه الشركات بتخفيض حدة المخاطر التي تتعرض لها من خلال تنويع إنتاجها أو أسواقها، في حين أنه لو حققت هذه الشركة خسائر ستَقْفُ هذه الخسائر فقط عند حجم مساهمة المستثمرين ولا تتعداه لملكيتهم الخاصة، وقد تعددت الدراسات التي حاولت الربط بين بورصة الأوراق المالية والنمو والتنمية، توعد الد اسوة التي قام بها LEVINE & ZERVOS (1996) من أهم الد اسوات التي حاولت الربط بين التنمية وبورصة الأوراق المالية ومعدلات النمو في الأجل الطويل حيث شملت هذه الدراسة 41 دولة، وإنتهت إلى وجود علاقة إرتباط طردي بين تنمية بورصة الأوراق المالية ومعدل النمو الإقتصادي في الأجل الطويل وقد أشارت هذه الدراسة إلى أنه لو بلغ مستوى تنمية بورصة أوراق المالية في المكسيك

¹- زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص 74.

أو البرازيل مستوى تنمية بورصة الأوراق المالية في ماليزيا على سبيل المثال لأرتفعت معدلات النمو الاقتصادي بـ 1.6 في المائة عن المعدلات السائدة في ذلك الوقت.¹

وكذلك خلصت دراسة أخرى قام بها كل من (1993) AIJE & JOVANOVIC إلى وجود علاقة إرتباط موجب بين أحجام التداول ومعدلات النمو الإقتصادي وقد شملت الدراسة 40 دولة.

كما إنتهت عدة دراسات إلى وجود علاقة طردية بين تنمية بورصة الأوراق المالية (تطويرها) و بين النمو الإقتصادي، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى ثابتة تؤدي زيادة درجة تنمية بورصة الأوراق المالية (تطويرها) إلى زيادة معدلات النمو الإقتصادي وإن الإنخفاض والتراجع في أداء بورصات الأوراق المالية ينعكس في إنخفاض معدلات النمو الإقتصادي و في الجانب الآخر إن إرتفاع معدلات النمو الإقتصادي سيساهم في تطوير وتنمية بورصات الأوراق المالية.²

المطلب الثالث: دور البورصة في دعم عمليات الخصخصة

إن عملية خصخصة مؤسسات القطاع العام، غالبا ما تتعرض إلى صعوبة التقييم الحقيقي لأصول هذا القطاع ونتيجة لذلك فقد برزت أهمية البورصة كآلية لتقدير القيمة الحقيقية لأصول القطاع العام المراد خصخصته، وتعتبر العلاقة وثيقة بين نجاح عملية الخصخصة وبين وجود بورصات ذات كفاءة عالية توفر المناخ الملائم لتمويل الإستثمارات عبر حشد المدخرات، وتؤكد الشواهد من تجارب الخصخصة في مختلف دول العالم، على أن البرامج الناجحة لعمليات الخصخصة كانت مرتبطة دائما بوجود بورصات نشيطة وكبيرة.

1. ماهية الخصخصة:

لم يتفق الإقتصاديون على تحديد تعريف موحد وشامل لمفهوم الخصخصة، حيث برز هذا المفهوم بشكل واسع في فترة الثمانينات، وقد دَعَمَّ إنتشاره في ذلك الوقت مؤسسات التمويل الدولية من خلال إدراجه ضمن برامج الإصلاح الإقتصادي وإعادة الهيكلة، تُوَمَّعَ فَرَّ الخصخصة على أنها: "التوسع التدريجي في الملكية الخاصة" أو "التخلص من المؤسسات الحكومية الخاسرة"³ أو هي "زيادة في الملكية الخاصة مع دعم القطاع الخاص للقيام

¹ - عاطف وليم اندروس، مرجع سبق ذكره، ص23.

² - نفس المرجع السابق، ص242.

³ - أسعد عبد المجيد، العولمة وأبعادها الإقتصادية، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 548.

بدور إيجابي في التنمية عن طريق بيع القطاعات الإنتاجية العامة كليا أو جزئيا للقطاع الخاص أو هي تحويل الملكية العامة (الدولة) إلى ملكية خاصة (الأفراد والشركات بأنواعها) ضمن ضوابط وقوانين الدولة¹.

وقد كان وراء إدراج برامج الخصخصة ضمن برامج الإصلاح الإقتصادي التي إنتهجتها أغلب حكومات العالم العديد من الدوافع منها ما هو إقتصادي مرتبط بالمرونة التي يتمتع بها القطاع الخاص ومنها ما هو مالي متعلق بالعجوزات المتواصلة في الميزانية العامة، ومنها ما هو سياسي متمثلا في منح الحرية الكاملة لممارسة النشاطات الإقتصادية ومنها ما هو إجتماعي يسعى لرفع المستوى المعيشي من خلال رفع كفاءة أداء المؤسسات وزيادة إنتاجها، غير أن عملية بيع القطاع العام (الخصخصة) وتحويله إلى القطاع خاص غالبا ما تعترضها مشكلة عدم القدرة على التقدير الحقيقي لقيمة أصول هذه المشاريع، وهنا تبرز أهمية البورصة لتساهم في تقدير قيمة هذه الأصول وتسمح بتوفير المناخ الملائم لعمليات الخصخصة كما ستساهم هذه الأخيرة في توسيع وتعميق البورصة.

لطالما إرتبط نجاح برامج الخصخصة عبر دول العالم بوجود بورصات متطورة ومنتظمة داخل هذه الدول بالشكل الذي يجعلها قادرة على حشد رؤوس أموال ضخمة ويسمح لها بإستيعاب الأوراق المالية للمشاريع المراد خصخصتها، وعادة ما يلجئ لتطبيق برامج الخصخصة من خلال بورصة الأوراق المالية من أجل:

- تطوير بورصة الأوراق المالية و توسيعها وتشجيع المدخرين الصغار.
- تفادي الشبهات في بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئات عن أخرى عند البيع.
- رفع سيولة البورصة لأن إدراج شركات الخصخصة في البورصة سيرفع من رسالتها وسيولتها وسينعكس ذلك على باقي الأوراق المالية المدرجة بها.²
- إن البورصة تعتبر المكان التقليدي لتحويل الملكية للمشروعات الخاصة والعامة على حدة سواء.
- تستخدم الحكومات البورصة من أجل تمليك الفئات الشعبية والعمالية للمشاريع محل الخصخصة خاصة أنه في الغالب تحتوي هذه المشاريع على أعداد كبيرة من العمال، ونتيجة لإنتشار ذهنية أن هذه المشاريع هي ملكية الشعب فتستخدم هذه الطريقة لإسترضائهم، وإضافة لذلك فإنه عادة ما يُصاحب خصخصة المشاريع الحكومية خطر إعادة تأميمها إذ ما تغيرت التوجهات السياسية (تغير الحكومة مثلا أي حكومة ذات توجهات إشتراكية)، وتستخدم هذه الطريقة في الخصخصة (تمليك فئات شعبية و عمالية) حتى يصعب عليها ذلك.

¹ - سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص 261 .

² - حسان خضرم، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية العدد 27، تصدر عن المعهد العربي للتخطيط بالكويت، مارس 2004، ص 13، تاريخ

- تتمتع البورصة بقدرتها على حشد أموال ضخمة، خاصة أنها تضم العديد من المدخرين والمتعاملين (صغار المدخرين، مؤسسات الإستثمار، الأجانب أفراد ومؤسسات) ما يسمح لها بتغطية الإكتتابات في المؤسسات والمشاريع الحكومية العملاقة.¹

وكمثال على أهمية البورصة في دعم عمليات الخصخصة: قامت سنة 2005 أحد أكبر شركات التأمين في السعودية (NCCI) بإدراج 70 في المائة من أسهمها في البورصة بسعر إكتتاب بلغ 410 مليون دولار أمريكي وقد سجل فائض طلب على الإكتتاب بلغ 11.5 ضعف، وقد كان الإكتتاب حكرا على السعوديين ما يعكس القدرات الموجودة والممكن إستغلالها.²

2. تحويل الملكية عن طريق البورصة:

أ. العرض العام للبيع: من خلال هذه الطريقة تقوم الدولة بعرض (بيع) جزء أو كل أسهم الشركة المراد خصخصتها، وتحدد مسبقا الدولة عدد الأسهم و قيمة السهم ثم تقوم بطرحها للإكتتاب، ويستوجب في حالة الطرح الكلي للإكتتاب في أسهم الشركة أن تكون البورصة قادرة على إستيعاب كافة الأسهم وتضمن وجود فائض من المدخرات كافي لتغطية عمليات الإكتتاب كما تقتضي وجود ثقافة الإستثمار في البورصة لدى أفراد المجتمع لذلك فإن هذا النوع من العروض (الطرح الكلي) يناسب في الغالب الدول المتقدمة التي تمتلك بورصات متطورة أما الدول النامية فعادة ما يناسبها أكثر الطرح الجزئي لأسهم الشركات المراد خصخصتها، خاصة أن هذه الطريقة تسمح بمراقبة عملية الإكتتاب والتحكم فيها وتفادي المخاطر.³

وتعتمد هذه الطريقة (العرض العام للبيع) في تحديد سعر السهم على أسلوبين:

- البيع بالمزايدة: يقوم بموجب هذه الطريقة كل من يرغب في شراء أسهم من الشركات المراد خصخصتها بتحديد الكمية التي يريدتها والسعر الذي يقترحه وتوضع هذه الرغبات في قوائم تغطي كل الأسهم المصدرة، وفي يوم المزايدة تُنَّار القائمة التي تضم عدة مكتسبين الذين إقترحوا أعلى سعر، فيشترون الأسهم بالسعر الأكثر إنخفاضا في قائمتهم، وتساعد هذه الطريقة الحكومة في تحديد القيمة الحقيقية للشركة ما يجنبها بيعها بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، في حين قد لا تناسب هذه الطريقة صغار المدخرين بسبب التعقيد النسبي في هذه الطريقة وقد لا يتناسب ذلك مع توجهات الحكومة الساعية إلى توسيع المشاركة الشعبية في هذه العملية.

¹ - مختار حميدة، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات و شروط النجاح)، مجلة الباحث، تصدر عن جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 07، ورقلة، الجزائر، 2010/2009، ص 293.

² - تقرير اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا (إسكوا)، دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الإقتصادية (دراسة حالة بورصة بيروت)، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص 14.

³ - مختار حميدة، مرجع سبق ذكره، ص 289.

- **البيع بالسعر المحدد** : تتمتع هذه الطريقة بقدر عالي من الشفافية والوضوح حيث تحدد الحكومة مسبقا أسعار الأسهم وشروط المساهمة تكون واضحة لذلك فهي تعتبر طريقة بسيطة، غير أن أهم صعوبة تواجهها هذه الطريقة تتمثل في كيفية تحديد سعر السهم، فإذا كان سعر السهم المقترح أعلى من قيمته الحقيقية سَيُفْشَلُ عملية الإكتتاب، أما إذا كان السعر المقترح أقل من قيمته الحقيقية فسيؤدي هذا إلى بخس أصول القطاع العام ويكُيَلُ الإتهامات للقائمين على هذه العملية لذا فإن عملية تحديد السعر المناسب لا بد أن تراعي الأمرين، وعادة ما يكون السعر المناسب الذي تعتمده الحكومة هو أقل سعر تعرضه مكاتب الخبرة التي تكلف بتقييم الأصول وإن الفارق القليل الذي تركته الحكومة في عملية التقييم هذه، عادة ما يدعى علاوة السوق كمكافئة على الإكتتاب وعليه فإن تحديد الأسعار عادة ما تكون بناءً على:
- إقتراحات بيوت الخبرة (دراسات إستشارية).
 - الإعتماد على السوق من خلال بيع كمية صغيرة من الأسهم في فترات متتالية ومتفاوتة يختبر بها السوق.

ب. الطريقة المعتادة : حيث تسجل الشركة المراد خصخصتها في البورصة و تحدد أسعارها من طرف الدولة، طبعاً مع مراعاة الظروف المحيطة من أجل عدم إفشال عملية البيع خصوصاً في اليوم الأول و يكون هنالك سعر أدنى لا تقبل الدولة النزول تحته وقد يتغير السعر نزولاً وفقاً لآلية السوق¹ وتوجد عدة طرق أخرى.

¹ - مختار حميدة، مرجع سبق ذكره، ص 297.

المبحث الثالث: تعاظم دور بورصات الأوراق المالية في الإقتصاد العالمي المعاصر

شهدت بورصات الأوراق المالية تطورات هائلة ومتلاحقة منذ الثمانينات فظهرت بها العديد من الابتكارات الحديثة وعرفت تطوُّرًا كبيرًا في نظمها وقوانينها المنظمة لعمليات التداول، وقد تزامن هذا التطور مع إلتهاج العديد من دول العالم طريق التحرير والإفتتاح سعيا منها لعملة أسواقها مدعومًا بأخر ما توصلت إليه تكنولوجيا المعلومات والإتصالات الحديثة، وستتطرق من خلال هذا المبحث إلى مفهوم عملة بورصات الأوراق المالية والعوامل التي سرعت من وتيرتها وأهميتها بالنسبة للإقتصاد العالمي.

المطلب الأول: العوامل المساعدة على تسارع وتيرة عملة البورصات

لقد إزدادت عملة بورصات الأوراق المالية في السنوات الأخيرة بشكل كبير جعل البعض يطلق عليها مصطلح "القرية المالية الكونية" وغيرها من المصطلحات الدالة على عالميتها، وقد ساهم في عملة هذه البورصات العديد من العوامل والمتغيرات وقبل التطرق إليها لابد لنا في البداية تحديد مفهوم عملة بورصات الأوراق المالية.

أولاً: مفهوم عملة بورصات الأوراق المالية :

يضع العديد من الإقتصاديين العملة المالية في سياق تاريخي لتدويل رأس المال (في دراساتهم لتطور الأسهمية) معتبرين عملة أسواق المال ومن بينها بورصات الأوراق المالية أكثر مراحلها تطوراً¹، و من المهم ونحن بهذا الصدد أن نتطرق إلى مفهوم العملة المالية حيث تعرف على أنها: "عملية مرحلية لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلشى في ظلها كل أشكال الحواجز الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات المالية من أجل ضمان أفضل توزيع لمختلف أشكال رؤوس الأموال بين مختلف المناطق و قطاعات النشاط الإقتصادي في أثناء بحثها عن أعلى العوائد وأقل المخاطر" أو هي "النمو الهائل في حجم التعاملات المالية على المستوى العالمي والتي تقود نحو توحيد أسعار السلع المالية في مختلف الأسواق المالية العالمية" كما تعرف كذلك على أنها "النمو الهائل في حجم و نوعية المعاملات المالية الذي يخترق كل أشكال الحواجز الجغرافية والقيود التنظيمية بحيث تصبح المعاملات المالية تتم في إطار سوق مالي عالمي موحد يضمن الحصول على أعلى الفوائد بأقل المخاطر"²

¹ - عديلة مريم، فاطمة بن يوب، الأزمات كسمة للأسواق المالية المعولمة: نماذج تقييمية للآثار، الملتقى الوطني الأول حول عملة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011 ص3.

² - ساعد مرابط، أسماء بالميهوب، العملة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و آثارها على الإقتصادات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر 22 - 22 أكتوبر، 2006، ص 5.

ومن خلال هذه التعاريف يتضح أن العولمة المالية ما هي إلا تدرج مرحلي للوصول إلى عولمة الأسواق المالية ومن بينها بورصات الأوراق المالية.

وتعتبر العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول نحو الإنفتاح المالي مما ساهم بشكل مباشر في إرتباط وتكامل بورصات الأوراق المالية مع غيرها في دول العالم من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال وفتح الباب أمام تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود إلى مختلف الأسواق والبورصات، وأصبحت بذلك أسواق الأوراق المالية أكثر تكاملاً وأكثر إرتباطاً¹، ويقصد بالتحرير المالي في معناه الواسع: " مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدول لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف رفع من مستوى كفاءته و إصلاحه" أما في معناه الضيق " فيقصد به تحرير عمليات السوق المالي من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية على المستوى المحلي والدولي، ويعتبر مفهوم عولمة أسواق المال من المفاهيم التي أثارت جدالاً واسعاً حتى في تسميتها بين الشمولية و الإندماج.²

أ. العولمة المتصرفة بالشمولية:

أطلق هذا المصطلح منذ زمن بعيد، وقد أطلق في البداية على ميدان الإستثمار الحقيقي (الإنتاج) ثم بدءاً يطلق في الميدان المالي، ويعتبر الشرط الأساسي لإطلاق هذا الوصف "الشمولية" على أي سوق هو أن تكون قابلة للتعامل ككل وأن تتخلص من كافة القيود والعوائق وأن تتخلص تدريجياً من الاختلاف في القوانين والتنظيمات المرتبطة بوجود الدولة، وتعتبر أسواق رأسمال ومن بينها بورصات الأوراق المالية من أكثر الأسواق تحراً و إنفتاحاً عن غيرها من الأسواق (أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل) ما يبرر ضخمة حجم تعاملاتها.

وقد شهدت أسواق الأوراق المالية تطورات هائلة فلم تتوقف منتجاتها المالية على الأسهم و السندات بل شهدت ظهور إبتكارات جديد ومتنوعة، وفي الغالب تعتبر منتجاتها نمطية ومعيارية ومتجانسة وإنها عادة ما تكون ذات صفات محددة يعرفها أغلب المستثمرين، وبفعل إجراءات التحرير والإنفتاح التي إتخذتها العديد من دول العالم أصبح يمكن الحصول على هذه المنتجات من طرف أي كان سواء كان مقيم أو غير مقيم وبأي عملة وبأقل المخاطر نتيجة توفر أساليب الحماية والتغطية، وبهذه المواصفات للسوق والمنتوج يمكن أن يتشكل سوق شامل لمنتجات شاملة تشكل نواة لعولمة هذه الأسواق.

¹ - الأخضر بن عمر ، بشيرديدي ، تكامل الأسواق المالية العربية لمواجهة تحديات العولمة، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية بين الفرص و التحديات، العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص4.

² - عديلة مريم، فاطمة بن يوب، مرجع سبق ذكره، ص2.

ب. العولمة المتصفة بالاندماج:

وقد أُطلقَ هذا الوصف إنطلاقاً من فكرة وجود سوق مالي دولي واسع أجزائه مترابطة وتابعة بالتبادل لبعضها البعض له أنظمتها وأدواته وآلياته، مستنداً على عمليات ربط الأسواق ببعضها البعض لتشكل بذلك مجال تكافئ فيه المنتجات والخدمات، وفضاء مستمر للتداول فما إن تغلق بورصة نيويورك وشيكاغو حتى تفتح بورصة طوكيو وتنتشر المعلومات الجديدة بشكل فوري بينها، وبأخذ هذا الاندماج أبعاداً أفقية وعمودية حيث قد يكون هذا الاندماج كذلك بين الأسواق من حيث طبيعتها دون أن يتعرض إلى البعد الجغرافي، وأي كان نوع هذا الاندماج فإنه يتركز على خاصيتين أساسيتين هما:

- حركة رؤوس الأموال و قدرتها على التحرك من سوق لأخرى.
- قدرت رؤوس الأموال على التحرك بين السوقين المالية والنقدية داخل الدولة الواحدة وعلى المستوى الدولي لذلك فالعولمة المتصفة بالاندماج تجعل الأسواق متكاملة أفقية وعمودياً وموفرة مجال مستمرا للتداول تتحرك ضمنه رؤوس الأموال ومن خلال عمل آليات المراجعة يتحقق السعر الواحد في كل مكان.¹

ثانياً: أسس العولمة المالية

ترتكز العولمة المالية على ثلاث قواعد أساسية وتُعرف كذلك بقاعدة "3D"

أ. تفكيك الطابع التنظيمي للأسواق المالية يتجسد ذلك من خلال إلغاء القيود التي تُقيد حركة رؤوس الأموال بين الدول، وقد أدى تراجع هذه العوائق والقيود على حركة رؤوس الأموال إلى إتساع سلطة المستثمرين وتراجع سلطة الحكومات بشكل بارز.

وقد تسارعت وتيرة تفكيك الطابع التنظيمي في الدول الرأسمالية منذ الثمانينات، غير أن سنة 1989 تعتبر السنة الفارقة في عمليات التفكيك والتحرير المالي للدول الناشئة حيث شهدت صدور وثيقة إجماع واشنطن* وقد شهدت بعد ذلك دول أمريكا اللاتينية وبقية الدول الناشئة موجة واسعة من عمليات التفكيك والتحرير المالي.²

ب. إلغاء الحدود بين أسواق رأس مال: لقد صاحبة عمليات تفكيك الطابع التنظيمي للأسواق المالية عمليات أخرى لا تقل عنها أهمية تمثلت في إلغاء الحدود بين الأسواق أين تلاشت الحدود بين الأسواق المالية والنقدية على

¹ - عديلة مرمت، فاطمة بن يوب، الأزمات كسمة للأسواق المالية المعولمة: نماذج تقييمية للأثار، مرجع سبق ذكره، ص2.
* - إستخدمت هذه العبارة أول مرة من طرف جون ويليامسون (John Williamson) لوصف السياسات النيو ليبرالية المقترحة لإصلاح إقتصاديات دول أمريكا اللاتينية في 1989.

² - لظاهر لطرش، تحول المسلمات في النظام المالي الدولي على ضوء الأزمة المالية الأخيرة (2007 - 2009)، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص 4.

المستوى المحلي (داخل الدولة الواحدة) أو على المستوى الدولي، الأمر الذي يسر حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر ومن دولة لأخرى.

ج. تراجع دور الوساطة المالية: حيث تقلص الاعتماد على أساليب تمويل الغير المباشرة من خلال البنوك، وإتسع الاعتماد على أساليب التمويل المباشر من خلال اللجوء إلى إصدار الأوراق المالية فالرشادة الإقتصادية تستدعي السعي نحو تخفيض التكاليف وهذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية على حساب نشاط البنوك.¹

ثالثاً: العوامل الداعمة لعولمة بورصات الأوراق المالية

يتفق العديد من الإقتصاديين على أن الوتيرة التي تشهدها عولمة بورصات الأوراق المالية ستكون أكبر في السنوات القليلة القادمة، لذلك من المهم ونحن في هذه المرحلة من الدراسة أن نتطرق إلى العوامل التي ساعدت على عولمة الأسواق المالية ومن بينها بورصات الأوراق المالية وساهمت في تعزيز عمليات الاندماج والتكامل فيما بينها، و التي يمكن أن نجملها في تسع عوامل أساسية هي:

أ. تنامي الرأسمالية المالية: لقد شهدت الرأسمالية المالية نمو كبير نتيجة التطور الهائل والمتنوع في صناعة الخدمات المالية وأصبحت هذه الرأسمالية المالية ذات طابع ريعي صرف فقد أصبحت تسعى بشكل أساسي لتوظيف هذه الأموال وليس إستثمارها، وأصبحت تحقق أرباح وعوائد من هذه التوظيفات تفوق أي شكل من أشكال الإستثمار الحقيقي ونتيجة لذلك فقد باتت حركة رؤوس الأموال في الأسواق المالية العالمية غير مرتبطة بحركة التجارة العالمية، بل أصبحت تحركها رموز ومؤشرات البورصات العالمية مثل داو جونز، نيكاي وداكس، ناسداك.²

ب. بروز فوائض نسبية كبيرة لرؤوس الأموال: حيث تعكس الحركة المستمرة والدائمة لرؤوس الأموال الباحثة عن فرص لتعظيم أرباحها على المستوى الدولي وجود أحجام كبيرة من الفوائض الإدخارية غير المستثمرة وفي بعض الأحيان تعبر عن عدم قدرة أسواقها الوطنية على إستيعابها الأمر الذي دفعها إلى البحث عن فرص الإستثمار في الخارج وأصبح خروج هذه الأموال بمثابة مؤشر يدل على إنخفاض معدلات الربح في الدول المصدرة لها.³

¹ - فاطمة الزهراء عراب، تكامل المصارف العربية والمساهمة في تطوير الأسواق المالية لمواجهة تحديات العولمة المالية (2007-2009) الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص 3.

² - أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية و آثارها على تنمية الدول النامية (مع الإشارة للسوق المالي الكويتي)، المؤتمر العلمي الرابع للريادة والإبداع حول إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا، الكويت، في 16 - 15 مارس 2005، ص 10.

³ - عثمان أبو حرب، الإقتصاد الدولي، دارأسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 165.

ج. التقدم التكنولوجي والتقني: لقد ساهم التطور التكنولوجي وخاصة في مجال الاتصالات والمعلومات إلى حد كبير في عولمة بورصات الأوراق المالية والأسواق المالية بشكل عام، حيث إستطاعت بورصات الأوراق المالية إعتقاداً على هذه التكنولوجيا تجاوز الحواجز الزمانية والمكانية بين مختلف بورصات في العالم. وقد أدى ذلك إلى إنخفاض تكاليف الاتصالات والمعلومات لدى المتعاملين ما ساعد على زيادة حركة رؤوس الأموال عبر الحدود.¹

د. إنتشار التحرير المالي الوطني والدولي: تأثرت حركة رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل كبير بعمليات التحرير المالي الذي وفر لها الإطار القانوني الذي تتحرك من خلاله، إضافة إلى تنافس أغلب دول العالم في تقديم الإمتيازات والتسهيلات للمستثمرين الأجانب من أجل تحفيزهم على تفضيل أسواقها عن أسواق بلدانهم الأصلية.²

هـ. ظهور الأدوات المالية الجديدة: إضافة إلى الأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات) ظهرت أدوات مالية جديدة جذبة المستثمرين مثل: المبادلات (swaps)، الخيارات (Options) والمستقبلات (futures).³

و. إتساع سوق السندات الدولية: إستطاعت أسواق السندات الدولية أن تحتل مكانا بارزا في مجال الإستثمار المالي في فترة الستينات من القرن الماضي، وتعتبر السندات الحكومية هي أساس سوق السندات الدولية عموماً، وفي وقتنا الحاضر تمثل أسواق السندات الدولية أهم مجالات التوظيفات المالية طويلة الأجل.

وتكتسب هذه السوق أهميتها البالغة من كونها أداة إستثمارية طويلة الأجل تسمح بإعادة توزيع الفوائض الإدخارية المتوفرة على مستوى العالم على كافة المقترضين من مختلف دول العالم، وتوفر هذه السوق لمتعاملها العائد المضمون المقترن بقلّة المخاطر كما تتمتع هذه السوق بسيولتها العالية رغم طول آجال إستحقاق أدواتها⁴ وقد تطور سوق السندات الدولية بشكل لافت إلى غاية منتصف السبعينات حيث تراجعت إصداراتها نتيجة إرتفاع معدلات التضخم عالمياً في الفترة ما بين منتصف السبعينات إلى منتصف الثمانينات، حيث أصبحت معدلات الفائدة الحقيقية عليها سالبة بسبب التضخم الأمر الذي أعاق نموها، وبعد تجاوز هذه المرحلة وإنخفاض معدلات التضخم خاصة في الدول الصناعية إرتفع حجم إصداراتها لينفجر خلال التسعينات لعدة أسباب أهمها:

¹ - محمد الأمين شاري، عبد اللطيف طيبي، عولمة الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية بين الفرص والتحديات، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر 2011، ص 4.

² - أحمد منير النجار، مرجع سبق ذكره، ص 13.

³ - عثمان أبوحرب، مرجع سبق ذكره، ص 165.

⁴ - مفتاح صالح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد 02، جوان 2002، ص 5.

- إستطاعت العديد من دول العالم تحقيق الإستقرار الإقتصادي والحد من التضخم ما جعل أسعار الفائدة الحقيقية موجبة.
- فتح بورصات الأوراق المالية أمام غير المقيمين للتعامل فيها.
- طرح السندات الحكومية لتمويل عجوزات الموازنة العامة في العديد من الدول.
- تمويل شركات القطاع الحكومي من خلال طرح سندات حكومية.
- تجبذ الإدارات في العديد من الشركات التمويل عن طريق السندات من التمويل عن طريق إصدار الأسهم لأسباب متعلقة بالضرائب وأخرى متعلقة بالتحكم في الإدارة.
- توجه العديد من حكومات الدول النامية لأصدار سندات بعد إنخفاض حجم القروض الحكومية والمصرفية والمساعدات الرسمية الخارجية.¹

ز. **الخصخصة:** لقد شهدت فترة نهاية الثمانينات وبداية التسعينات إنطلاق العديد من دول عالم في تطبيق برامج خصخصة مشاريع القطاع العام، حيث إنتشرت هذه البرامج في أول الأمر بين بلدان أمريكا اللاتينية والبلدان الصناعية (خاصة فرنسا، إيطاليا، بريطانيا) وساهم النجاح الذي حققته هذه العملية في تشجيع العديد من الحكومات في التخلي على مشاريعها العامة، خاصة أن هذه العملية تسمح لها بتخفيف من مشاكل المديونية العامة ومن العجز في الموازنة العامة.²

وقد أدى هذا التسارع في عمليات الخصخصة والمتزامن مع زيادة إجراءات التحرير المالي في هذه الدول، والتي سمحت كذلك لغيرالمقيمين (الأجانب) بتملك الشركات أو نسبة من أسهمها إلى إرتفاع حجم تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى بورصتها.³

ح. التوسع في تطبيق الإتفاق العام لتحرير تجارة الخدمات المالية (GATS):

لقد كرست مفاوضات ما بعد جولة الأورغواي المزيد من التحرير في قطاعي التأمين والمصارف إضافة إلى تعزيز التعهدات بفتح المجال أمام الوجود التجاري لموردي الخدمات الأجانب (فروع شركات التأمين ومكاتب التمثيل والتوكيلات) وقد ركزت هذه المفاوضات في سعيها للتخفيف من القيود على الخدمات على دعم التوسع في العمليات القائمة في تجارة الخدمات المالية وتعديل التشريعات القانونية المقيدة لملكية الأجانب في المؤسسات المالية المحلية.⁴

¹ - أحمد منير النجار، مرجع سبق ذكره، ص13.

² - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية، دار المنهل اللبناني في مكتبة رأس المنبع، لبنان، 2003، ص 206.

³ - UNITED NATIONS ,ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN, **Globalization of Financial Markets:Implications for the Caribbean**, LC/CAR/G.562, Spain, 1999,p9.

⁴ - أحمد منير النجار، مرجع سبق ذكره، ص22.

- وتلتزم الدول الموقعة في إطار الإتفاقية والإتفاق الملحق الذي تلتها ب :
- المعاملة الوطنية للوسطاء الماليين الأجانب المتواجدين داخل الدولة.
- العمل على إزالة الإحتكارات في قطاع الخدمات المالية بالشكل التدريجي.
- عدم تراجع عن أي إلتزام تم تقديمه.
- عدم وضع قيود على نقل المعلومات.
- السماح بدخول المؤقت للأشخاص العاملين مع الموردين الأجانب للخدمات المالية.

وقد لجأت العديد من الدول النامية والعربية إلى التدرج في فتح كل من قطاعي (المصارف والتأمين) للمنافسة الأجنبية من خلال فرض قيود على ملكية الأجانب في رأس المال حيث لا تتجاوز مثلاً 49 في المائة في بعض الدول أو أقل، خاصة أن إتفاق تجارة الخدمات لم يمنع الدول الموقعة عليه من إتخاذ تدابير إحترازية للمحافظة على كفاءة وسلامة النظام المالي، كإشتراط الترخيص أو إشتراط الحد الأدنى لرأس المال و إشتراط مسك محاسبة منتظمة وكلها تعتبر من تدابير الحيطة.

ط. التطور الصناعي في بعض الدول النامية و إندماجها في السوق المالي:

ساهم النمو الكبير الذي حققته بعض الدول النامية في دفع عملية العولمة، من خلال رفعها من حجم مساهمتها في ناتج المحلي الإجمالي العالمي، فقد إستطاعت دول شرق آسيا في الفترة ما بين (1965-1988) رفع مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي للعالم من 2 المائة إلى 5 في المائة، ومن الناتج الصناعي العالمي من 10 المائة إلى 23 في المائة.

ويعود فضل هذا إلى برامج الإصلاح الناجحة إلى طبقتها، وتَجَهَّهًا نحو دعم الصادرات، وتشجيعها لتدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر كما قامت هذه الدول بتحرير قطاعها المالي المصرفي وخصوصة البنوك وشركات التأمين وإلغاء الحواجز التي تفصل بين الأسواق المالية المحلية والدولية.¹

¹ - مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص 4.

المطلب الثاني : عالمية بورصات الأوراق المالية

إن حجم تجارة العالمية يبلغ سنويا حوالي 3000 مليار دولار في حين تبلغ التدفقات العالمية لرؤوس الأموال حوالي (80 - 100) ألف مليار دولار سنويا أي ما يقارب 30 ضعف، إن هذه الفوائض الضخمة العائمة الباحثة عن التوظيف يتمثل هاجسها الأكبر في إنخفاض قيمتها، وقد منحتها العوامل الداعمة لعولمة الأسواق (عمليات التحرير، برامج الخصخصة، التقدم التكنولوجي، الدين الخارجي للدول النامية) منافذا للهروب إلى الأمام مستغلة المضاربات المالية لتجنب إنخفاض قيمتها وأصبحت البورصات العالمية هي ملاعبها الرئيسية.¹

أولا: مفهوم بورصة الأوراق المالية العالمية:

تقوم بورصات الأوراق المالية العالمية بنفس الوظائف التي تقوم بها البورصات المحلية فهي أساسا تعمل على الرباط بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي إلا أنها تمارس هذه الوظيفة على المستوى الدولي وعادة ما تتواجد هذه البورصات العالمية في الدول الصناعية والدول المتقدمة.

وتُعرّف بورصات الأوراق المالية العالمية بأنها: " تلك الأسواق التي يسمح فيها بتبادل الأوراق المالية لمنشآت أو هيئات من دول أخرى، كما يقصد بها تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته بأن يتعامل بالأوراق المالية (شراء أو بيع) التي تصدرها هيئات و منشآت محلية، أوهي " تلك البورصات التي يتواجد فيها مستثمرون و أوراق مالية من دول أخرى".

وتتميز البورصات العالمية عن البورصات المحلية بالعديد من الخصائص نذكر منه²:

- إرتفاع حجم المعاملات المتعلقة بالأدوات المالية الأجنبية.
- إرتفاع نسبة مساهمتها في القيمة الكلية للمعاملات الدولية في الأوراق المالية.
- إعتمادها على شبكة إتصالات دولية ذات تكنولوجيا عالية و تغطي كافة الأسواق النظامية و غير نظامية.³
- يوجد إرتباط قوي وواضح بين هذه البورصات الدولية.

¹ - سلام الرضي، النفوذ العالمي للشركات غير الوطنية - إشكالية العلاقة بين الدولة و رأس المال - ، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2009 ص 83.

² - عمار صايفي ، محددات الإستثمار المحفظي و أثاره على أسواق الاوراق المالية - دراسة مقارنة بين مصر، تونس و الجزائر - ، مذكره مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2008 / 2009 ، ص 16.

³ - Mendelsohn. Louis, **Trend Forecasting With Technical Analysis Unleashing the Hidden Power of Intermarket Analysis to Beat the Market**, Trade Secrets Series, Market Technologies Corporation, United States of America, 2000, p25.

لقد أزلت عمليات تفكيك اللوائح التنظيمية والقيود الحواجز أمام الأفراد ومؤسسات الإستثمار لتداول الأدوات المالية الأجنبية ففي سنة 1998 كان نصف ملاك الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية يمتلكون أوراق مالية لشركات أجنبية، وقد إرتفع حجم التعاملات العابرة للحدود وخاصة في الأسهم، ففي سنة 1980 بلغت قيمة التداولات عبر الحدود حوالي 29 في المائة من إجمالي الناتج المحلي على مستوى العالم، وقد إرتفعت هذه النسبة إلى 80 بالمائة في سنة 1998 بقيمة تقترب من 23 ترليون دولار.¹

وقد إشتعلت المنافسة بين بورصات الأوراق المالية العالمية من أجل إستقطاب هذه الأموال وجذب المتعاملين بها من خلال الرفع من درجة سيولتها وتخفيض تكاليف التعامل داخلها، إضافة إلى سعيها للتمييز من خلال تقديم خدمات جديدة إضافية فعلى سبيل المثال قامت بورصة الأوراق المالية في نيويورك (NYSE) بتقديم خدمة التعامل الإلكتروني في ساعات ما بعد الإغلاق سنة 1991.

كما إشتدت المنافسة بين هذه البورصات حتى داخل نفس البلد حيث تتنافس (NASDAQ) ناسداك مع (NYSE) لتسجيل الأوراق المالية الأجنبية، حيث تكون في شكل أوراق مالية صدرت في الولايات المتحدة الأمريكية أو في غالب الأحيان في شكل إيصالات إيداع أمريكية (ADRs*)، وتعمل في هذه الحالة البنوك التجارية أو شركات الأوراق المالية كوصي، حيث تشتري أسهم الشركات الأجنبية من أسواقها المحلية وتضعها في حسابات أمانة مع شركة حراسة محلية، ويصدر الوصي بعد ذلك شهادة إيداع مدعمة بهذه الأوراق المالية ويمكن التعامل بها وتسويتها بالكامل بالدولار.

وقد بلغت نسبة تملك المستثمرين الأمريكيين حوالي 40 في المائة من إجمالي ما يملكونه من أسهم في شكل شهادات إيداع أسهم أجنبية بما قيمته حوالي 1.75 ترليون دولار سنة 2000. ويوجد في الولايات المتحدة الأمريكية شهادات إيداع أوراق مالية أجنبية تشمل 1900 شركة أجنبية لحوالي 78 بلد أجنبي وتمثل التعاملات في شهادات إيداع الأوراق الأجنبية حوالي 10 في المائة من إجمالي التعاملات في أسواق الأسهم الأمريكية.

أما في أوروبا فتعتبر إ بريطانيا أول من إستحدثت المنافسة بين البورصات الأوربية، خاصة بعد أن قامت بتفكيك اللوائح التنظيمية وفتح أسواق الأوراق المالية أمام المتعاملين والشركات الأجنبية سنة 1986 وقد جذبت تكاليف التعامل المنخفضة المتعاملين إليها بشكل لافت خاصة المؤسسات الإستثمارية الكبرى وتعتبر بورصة لندن أكثر البورصات سيولة وأقل خضوعاً للوائح التنظيمية في أوروبا، وقد أجبرت هذه المنافسة الشديدة باقي البورصات في أوروبا على الإستجابة، ودفعت بموجة لتفكيك اللوائح التنظيمية وخصخصة البورصات الأوربية وتوحيدها، ففي

* American Depository RECEIPTS

¹ - ماثيو كوهين (ترجمة عبد الحكيم أحمد الخزامي)، الأسواق و المؤسسات المالية، دارالفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2007، ص 458.

سنة 1993 قامت ألمانيا بدمج بورصتها الثمانية المحلية في بورصة (Dentsche) في فرانكفورت، كما دجت البلدان الشمالية في أوروبا بورصتها في بورصة واحدة (NOREX) سنة 1998، وفي عام 2000 إندجت كل من بورصة هولندا وبلجيكا وباريس لتشكيل بورصة (Euro next).¹

وقد شهدت كذلك أسواق الأوراق المالية الصاعدة خاصة في دول جنوب شرق آسيا تطورا وتقدما كبيرا مستغلة أحدث تقنيات الإتصال والمعلومات، وقد إتخذت هذه الدول مفهوما موحدا بعد الأزمة المالية الآسيوية في نهاية 1997 والذي يتمثل في (أن أسواق الأوراق المالية المحلية المتكاملة إقليميا أكثر كفاءة من أسواق أوراق المالية المحلية دون تكامل)، وقد برزت هذه الدول كقطب إقتصادي ومالي له وزنه في النظام المالي العالمي.²

ثانيا: مظاهر عالمية بورصات الأوراق المالية: يمكن تلخيص مظاهر عولمة بورصات الأوراق المالية في ثلاثة مظاهر بارزة:³

أ. **الترباط بين البورصات:** موازاة مع الإتجاه الذي أخذه الإقتصاد العالمي في بحثه عن مؤسسات تسمح له بالمزيد من التنسيق والتكامل بين دول العالم والذي ظهر على إثره (البنك الدولي وصندوق النقد الدولي والمنظمة العالمية للتجارة)، سعت بورصات الأوراق المالية لتعزيز الروابط فيما بينهما معتمدا على آخر ما توصلت إليه تكنولوجيا الإتصالات بغرض توسيع نطاق التداول وتوفير فرص أكبر للتنوع أمام المستثمرين لتخفيض المخاطر، وإستخدمت في عمليات الربط بينها عدة أساليب منها :

- **الربط الحاسوبي للبورصات:** من خلال الإعتماد على شبكة من الحواسيب الإلكترونية المرتبطة بين عدة بورصات في العالم عن طريق الإنترنت وشبكة الهاتف، كما توجد شبكة لنقل المعلومات عن كل سوق مرتبطة بشبكة عالمية.⁴

- **الربط بالوسطاء الماليين:** ويتم هذا الربط من خلال السماح بتسجيل ممثلين (وسطاء ماليين) عن بورصات عالمية في مختلف البورصات العالمية الأخرى وبذلك يساهمون في عمليات الربط بين مختلف البورصات العالمية .

¹ - ماثيير كوهين (عبد الحكيم أحمد الخزامي)، مرجع سبق ذكره، ص ص 458-474.

² - محمد عيد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية و آثارها على أسواق المال، دار التعليم الجامعي للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2010 ص 144.

³ - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 138.

⁴ - FOCARDI. SERGIO M, FOCARDI, FABOZZI. FRANK, **The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management**, Wiley John Wiley & Sons. Inc, United States of America , 2004, p13.

- الربط من خلال الشركات المالية العالمية: وفي هذه الحالة تكون عملية الربط غير مباشرة من خلال فتحها لفروع و مكاتب في الدول التي بها بورصات أوراق مالية متطورة. و توجد العديد من أساليب الربط سنتكلم عنها لاحقا (في الفصل الثالث من هذه الدراسة).

ب. **عولمة الأسهم و السندات:** إن عملية عولمة أسواق السندات بدأت مبكرا عن عولمة أسواق الأسهم، فقد برزت عولمة أسواق سندات في بداية الثمانينات أين خلقت فُص كبيرة أمام المؤسسات من خلال إصدارها لسندات في البورصات الدولية تحت أحسن الظروف و في أفضل الشروط مقارنة بإصدارتها على المستوى الوطني، فعلى سبيل المثال إرتفع حجم إصدارات السندات الأمريكية في الخارج من حوالي 50 مليار دولار في سنة 1983، إلى أكثر من 500 مليار دولار في سنة 1993، وقد إشتدت المنافسة بين الدول للترويج لسندتها وتعتبر السندات الأمريكية الأكثر رواجاً نتيجة لإرتباطها بعوائد مرتفعة.¹

أما عولمة أسواق الأسهم فقد برزت في نهاية الثمانينات خاصة على إثر إنطلاق برامج واسعة لخصخصة مشاريع القطاع العام، وقد دعم عولمة الأسهم والسندات ظهور مشاريع كبرى وعملاقة تمتاز بإرتفاع معدلات نموها، وتحتاج بشدة لرؤوس الأموال لتمويل عمليات البحث والتطوير والتوسع، وبما أن بورصتها المحلية لن تكون قادرة على حشد هذه الأموال بسبب ضيقها أو لشدة المنافسة داخلها تلجأ هذه الشركات لطرح إصدارتها في البورصات الدولية الأخرى.²

ج. **تزايد دور تكنولوجيا المعلومات داخل بورصات الأوراق المالية:** لقد ساهم التطور التكنولوجي وخاصة في مجال الإتصالات والمعلومات في دعم عولمة بورصات الأوراق المالية إلى حد كبير³، فأصبحت البيانات والأخبار تحلل وتصنف وتعالج وتتحوّل إلى معلومات بسرعة فائقة وأصبحت كل البورصات العالمية تحتوي على شبكة عملاقة من خطوط الإتصالات والمعلومات مرتبطة مع مختلف البورصات العالمية الأخرى.⁴

ثالثاً: تطور بورصات الأوراق المالية العالمية:

شهدت بورصات الأوراق المالية الدولية تطوراً منقطع النظير شمل مختلف جوانبها (آلياتها وأدواتها و أحجام التداولات والصفقات المبرمة داخلها) وأصبحت هذه البورصات قادرة على تأمين مبالغ ضخمة ما جعلها تصبح

¹ - Michie. Ranald, **The Global Securities Market in the 20th Century: Trends, Events, Governments and Institutions**, University of Durham, England, February 2006, p13.

² - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 206.

³ - U.S. Congress, Office of Technology Assessment, **Trading Around the Clock: Global Securities Markets and Information Technology**, Background Paper, OTA-BP-W-66, Washington, DC: U.S. Government Printing Office, July 1990.p5.

⁴ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 140.

قِبلةً لأصحاب المشاريع ومفضلة لديهم عن غيرها من طرق التمويل، وعادة ما يتراوح حجم الإصدارات الدولية من السندات (من 100 مليون إلى مليار دولار أمريكي).

وفي المتوسط يكون 300 مليون دولار أمريكي، أما الإصدارات الكبرى فيطلق على الإصدارات التي تتجاوز قيمتها المليار دولار وعلى سبيل المثال قامت إيطاليا سنة 1993 بإصدار قيمته 5.5 مليار دولار أمريكي.

أما إصدارات الأسهم الدولية فقد عرفت نمواً متسارعاً ومتماشياً مع تطبيق برامج الخصخصة في بدايات التسعينات فقد بلغت حجم الإصدارات السنوية للأسهم الدولية سنة 1996 حوالي 13.2 مليار دولار وتجاوزت في سنة 1997 عتبة 100 مليار دولار، و في سنة 2009 بلغت ما قيمته 734.8 مليار دولار.¹ و قد بلغت المعاملات في الأسهم والسندات عبر الحدود كنسبة من الناتج المحلي كما يلي² :

جدول (1.1): المعاملات عبر الحدود في الأسهم و السندات بالنسبة المئوية من إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة (1980 - 2008)

الدول / سنوات	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2008
الو.م.أ	2.8	4.2	9	35.1	89	135.3	151.5
اليابان	-	1.5	7.7	63	110	65.1	82.8
ألمانيا	3.3	5.1	7.5	33.4	57.3	169.4	196.8
فرنسا	-	-	8.4	21.4	53.3	179.4	229.2
إيطاليا	-	0.9	1.0	4	26.6	252.8	435.4
المملكة المتحدة	-	-	-	367.5	690.1	-	-
كندا	5.4	3.3	9.6	26.7	64.4	194.5	234.8

المصدر : يوسف بوخلخال، العولمة المالية وأثرها على الأسواق المالية الناشئة، مرجع سبق ذكره، ص7.

ويعود تفسير هذه النتائج إلى الأحداث و التغيرات التي شهدتها هذه الفترة متمثلة في إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال والذي كانت تفرضه أغلب دول العالم ، كما يوضح الجدول الديناميكية الكبيرة التي تنمو بها هذه التدفقات.

¹ - سامية عمرعبد، عديلة مريم، أسواق رأس المال الدولية : عولمة وأزمات، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية : بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص ص 6-11.

² - يوسف بوخلخال، العولمة المالية و أثرها على الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية : بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص 7.

المطلب الثالث : أهمية عولمة بورصات الأوراق المالية في الإقتصاد العالمي المعاصر

لقد إكتسبت عملية عولمة بورصات الأوراق المالية أهميتها البالغة من خلال دورها في فتح المجال أمام حركة رؤوس الأموال لتتحرك بين مختلف البورصات العالمية، حيث منحتها ضخامة هذه الأموال التي تتحرك من خلالها دورا إقتصاديا وسياسيا مهما أكسبها أهمية خاصة لدى كل من المقرضين والمستثمرين، وسمحت عولمة بورصات الأوراق المالية بإستمرار عمليات التداول على مدار الساعة جلتاً ما من إقتصاديات العالم أكثر تدخلا وإرتباطا ومن الصناعات المالية تلك الصناعة التي لا تغيب عنها الشمس، وقد سمحت كذلك ب¹:

- تقليل الفوارق بين النظم المالية و بتقليص العجز لدى دول العجز، إضافة إلى أنها وفرة لدول الفوائض فرص أكبر لتنويع إستثمارتها، وهو ما يبرز لدى الدول التي تمتلك فوائض نفطية أين سمحت لها عولمة بورصات الأوراق المالية بتسيير فوائضها بشكل عقلاني من خلال تنويع محافظها، حيث غالبا ما تركز في إستراتيجيتها لإدارة محافظها على السندات التي تعد أفضل وسيلة لتحصيل عوائد (بسيطة) بأقل مخاطر ممكنة.²
- توفير موارد مالية ضخمة وتوسيع مجال توظيف الأموال الدولية، إضافة إلى ضمان وجود سيولة دائمة.
- يساهم الضغط الذي يمارسه المستثمرون الأجانب في رفع من كفاءة البورصات من خلال الشفافية ونشر المعلومات وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات ما يرفع من تنافسية هذه البورصات ويجعلها أكثر جاذبية للإستثمار.

- دعم إندماج بورصات الأوراق المالية الناشئة في النظام المالي العالمي (خاصة بورصات دول جنوب شرق آسيا) فُضدُ أوائل التسعينات أصبح الأفراد والمؤسسات في هذه البلدان قادرين على التداول بالأوراق المالية في مختلف البورصات العالمية، إضافة إلى فتح البورصات أمام المستثمرين الأجانب ما أدى إلى توجه مدخرات مالية معتبرة إلى هذه المنطقة وجعلها تبرز كقطب مالي وإقتصادي له وزنه في الإقتصاد العالمي المعاصر، ونفس الشيء يمكن أن يقال على بعض بورصات أمريكا اللاتينية وبعض البورصات العربية فعلى سبيل المثال أصبحت البورصة المغربية محط إهتمام العديد من المستثمرين الأجانب، ونتيجة لذلك فقد قامت بعض بيوت السمسرة الأجنبية العالمية وبعض الشركات المعروفة عالميا بفتح فروع لها مثل:

Morgan Stanley -

Solomon Brothers -

¹ - مفلح عقل، عالمية أسواق المال و المنتجات، مقدم إلى الندوة المنعقدة في عمان تحت عنوان آفاق المستقبل العربي في عالم متغير، الأردن

18-20 أكتوبر 1993، تاريخ الاطلاع 2012/6/2، منشورة في موقع الأستاذ مفلح عقل: www.muflehakel.com

² - فاروق تشام، العولمة المالية وأثارها على القطاع المصرفي والنمو الإقتصادي في البلدان العربية، المؤتمر العلمي الأول حول " إقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير "، كلية العلوم الإقتصادية والإدارية، الجامعة التطبيقية، الأردن، ص 8.

Merill lynch -

كما ساهمت عمليات الخصخصة التي قام بها المغرب في جلب رؤوس أموال الأجنبية، فقد إستثمرت شركة (Daewoo) الكورية حوالي مليار دولار في المغرب، وإشترت الشركة السعودية (CBH) مصفاتيْن لتكرير البترول بـ 400 مليون دولار أمريكي.

وإستقبلت تونس ما يقارب 292 مليون دولار سنة 1997، وقد أصدر البنك الدولي العربي التونسي 1.6 مليون سهم بقيمة 50 مليون دولار مَسَوَقَة في البورصات العالمية بمثابة دفعة للبورصة التونسية نحو الإندماج مع بورصات الأوراق المالية العالمية.¹

حيث ستساهم عولمة بورصات الأوراق المالية في الرفع من سيولتها و زيادة عمقها وقدرتها على تعبئة المدخرات اللازمة و بالتالي الرفع من كفاءتها.

¹ - الداودي بن الدين، سمية بونوة ، إنعكاسات العولمة المالية على الأسواق المالية و سبل تطويرها في الدول النامية، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية : بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص 6.

خلاصة الفصل الأول

تبرز أهمية بورصات الأوراق المالية بإعتبارها أحد أهم مصادر التمويل في عصرنا الحالي، ذلك من خلال دورها في توفير التمويل اللازم للشركات بشروط وتكاليف مقبولة ما يوفر لها القدرة على الإستمرار والنمو و التوسع هذا من جهة ومن جهة أخرى تقوم بورصات الأوراق المالية بالعديد من الوظائف التي من شأنها رفع معدلات النمو الإقتصادي ودفع عجلة التنمية وتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة ودعم برامج الخصخصة.

وقد بات وجود بورصات للأوراق المالية داخل أي اقتصاد أمرا لا غنى عنه خاصة بالنسبة للدول النامية التي تعاني من شح في الموارد المالية وضعف في الآليات القادرة على تعبئة المدخرات وحشدها، إضافة إلى أنها ستدعم الدول النامية إذا ما إستطاعت الرفع من كفاءة بورصاتها في أن تتغلب على أحد أهم المشاكل التي تواجهه اليوم وهو مشكل التخصيص الأمثل للموارد المتاحة.

وقد دفع التوجه المتزايد نحو الإنفتاح والتحرير المالي بورصات الأوراق المالية نحو خيار العوامة حيث تزايدت عوامة هذه البورصات بشكل كبير نتيجة لعدة عوامل، وتتجلى عوامة بورصات الأوراق المالية من خلال الأحجام الكبيرة لرسملتها وتأثيرتها وعلاقاتها وقدراتها على التجديد والإبتكار، وأيضا من خلال التناقص لأعتبرات الحدود الجغرافية ما دفع البعض لإستخدام مصطلح " القرية المالية الكونية".

الفصل الثاني

واقع البورصات العربية المشاركة في قاعدة

بيانات صندوق النقد العربي

مقدمة الفصل الثاني

تواجه معظم الدول النامية في العالم بما فيها الدول العربية، مشكلة عدم توفر رأس المال الكافي بالشروط والتكاليف المناسبة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، وقد ظهر هذا المشكل نتيجة سببين رئيسيين هما إما للشح النسبي في الموارد المالية أو نتيجة للعجز النسبي في وسائل وأدوات تجميعها، إضافة إلى إستغلال ما هو متاح منها في أوجه لا تساعد كثيرا في دفع عملية التنمية.

ونتيجة لذلك فقد بدأت العديد من الدول العربية تشهد منذ ثمانينات القرن الماضي تحولات هيكلية شملت عدة مجالات تهدف في معظمها إلى الإعتماد على السوق لسد الإحتياجات التمويلية وقد أسفر ذلك عن ظهور العديد من البورصات دخل الوطن العربي.

ويتكون هيكل أسواق الأوراق المالية العربية من 16 سوق في كل من (الأردن، مصر، المغرب، الجزائر، تونس البحرين، السعودية، الكويت، عمان، العراق، قطر، الإمارات، لبنان، فلسطين، والسودان، سوريا).

ورغم الجهود الحثيثة التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواقها، إلا أن هذه الأسواق لا تزال تجابه العديد من العوائق ما جعل أغلبها يتسم بالضعف وصغر الحجم لذلك فإن عملية تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية تعد هدفا في غاية الأهمية، وسنستعرض من خلال هذا الفصل واقع البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي حيث تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاث مباحث، خصص المبحث الأول لتحديد ظروف نشأة البورصات العربية دوافع إنشائها وأهميتها وجودها، أما المبحث الثاني فقد خصص لتوصيف أوضاع البورصات العربية المدرجة ضمن قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإبراز أهم خصائصها وتقييم أدائها خلال الفترة من (جانفي 2005 - سبتمبر 2012) أما المبحث الثالث من هذا الفصل سنستعرض من خلاله عوائق الإستثمار في البورصات العربية و سبل تفعيلها.

المبحث الأول: نشأة البورصات العربية

تعتبر معظم الدول العربية حديثة العهد بأسواق الأوراق المالية ولم تتشكل داخل الدول العربية بورصات منظمة إلى في بداية السبعينات من القرن الماضي بإستثناء البورصة المصرية، وقد شهدت الدول العربية في الثمانينات والتسعينات موجة واسعة في إقامة بورصات شملت أغلب الدول العربية وفي بعض الأحيان حتى داخل المدن الرئيسية بها.

المطلب الأول: البورصات العربية نظرة تاريخية

تختلف ظروف و دوافع تأسيس البورصات العربية عن بعضها البعض كمايلي:

1. **البورصة المصرية:** تُعد البورصة المصرية أول بورصة للأوراق المالية ظهرت داخل الوطن العربي حيث تعود نشأتها إلى نهايات القرن التاسع عشر، فقد أنشأت بورصة الإسكندرية في سنة 1883، ثم بورصة القاهرة في سنة 1890 وقد أصدرت الحكومة أول لوائح سوق الأوراق المالية في سنة 1909، ثم وضعت لائحة أخرى سنة 1933 وعدلت هي الأخرى سنة 1940، ثم صدر قانون رقم 329 سنة 1951 والذي إشتراط إقتصار التعاملات داخل البورصة على السماسرة المقيدين بها، وقد شهدت الفترة ما بين (1914-1952)، تطورا كبيرا في السياسات الإقتصادية المصرية نظرا للتقدم الإقتصادي، وقد صاحبها تطورا هائلا في بورصة الأوراق المالية وأصبحت القاهرة من خلال بورصتها للأوراق المالية، مركزا ماليا إقليميا ودوليا واسع النشاط، وقد بلغ نشاط بورصتها ذروته في نهاية سنة 1958 وبداية الأسبوع الأول من سنة 1959 أين بلغ حجم التعاملات في بعض الأيام حوالي 1.25 مليون جنيه بالأسعارالسائدة في ذلك الوقت.¹

وقد كان لصدور القانون رقم 07 سنة 1959 المتعلق بوضع الحد الأقصى لنسبة الأرباح الموزعة أثره البالغ في إنتكاسة النشاط الملحوظ لبورصة الأوراق المالية المصرية بإعتبره أول خطوات تدخل الحكومة في النشاط الإقتصادي، وتلته قرارات و إجراءات التأميم لتقلص من نشاط القطاع الخاص تماما وتقضي على ثقة المستثمرين في الحكومة ما أدى إلى تدهور أداء البورصة و تقليص دورها داخل الإقتصاد المصري.²

2. **بورصة بيروت:** تعتبر بورصة بيروت من أوائل البورصات التي ظهرت داخل الوطن العربي حيث تأسست في 3 جويلية 1920، ونظرا لقلّة عدد الشركات المدرجة بها فإن دورها الحقيقي لم يتضح إلا بعد صدور قانون جديد لأسواق الأوراق المالية سنة 1945، وقد ألحق به النظام الداخلي الذي ينظم عملياتها غير أن نشاطها توقف بعد

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتاب للطباعة والنشر و التوزيع مصر، 2003، ص 43.

² - حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، مارس 2002، ص 76.

إندلاع الحرب الأهلية في منتصف السبعينات (1975) وكانت تضم في ذلك الوقت 45 شركة، وقد إستأنفت عملياتها في سنة 1995.¹

3. **بورصة الدار البيضاء:** أنشأة سنة 1929 وقد مرت بعدة مراحل منذ إنشائها، حيث بدأت من خلال إنشائها لمكتب خاص بتصفية القيم المنقولة، وقد كانت عمليات التداول تجري بين البنوك على أسهم الشركات المغربية وبعد ذلك تغير إسم مكتب تصفية القيم المنقولة إلى مكتب تسعير القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فقد بدأت بعد صدور المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء سنة 1967 وتنظيم السوق الأولية، وتبعه صدور قانون الشركات سنة 1992.²

4. **بورصة تونس:** ترجع نشأة بورصة الأوراق المالية التونسية إلى أواخر الثلاثينات من القرن العشرين وذلك عندما تأسس مكتب التصفية والمقاصة سنة 1937 والذي إستمر نشاطه إلى غاية سنة 1945، أي إلى غاية تأسيس الديوان التونسي الذي تولى كافة عمليات المتعلقة بنقل ملكية الأوراق المالية حيث باشر عمله في سنة 1946 وقد تأسست بورصة القيم المنقولة بتونس في سنة 1969 بموجب قانون رقم (13) المؤرخ في 28 فيفري 1969.³

5. **سوق الكويت للأوراق المالية:** لقد عرفت بورصة الكويت تطورا تدريجيا فمن سوق "الجت" أين كان التجار يلتقون ويتم داخله عقد الصفقات التجارية والعقارية، والصفقات الخاصة بأسهم الشركات الأجنبية (خاصة تلك المتعلقة بالشركات الأمريكية)، فقد إنتشرت مكاتب السمسرة حول هذه السوق⁴، إلى أن صدر في سنة 1971 قرار وزير التجارة و الصناعة (القرار رقم 10) والمتعلق بتداول الأوراق المالية.⁵

6. **بورصة عمان:** قبل أن تأسس بورصة عمان (سوق عمان المالي سابقا) في نهايات السبعينات كان تداول الأسهم يتم بشكل غير منتظم عن طريق بعض المكاتب العقارية وبعض الوسطاء الغير المتفرغين، ولم يكن هناك عمليات إعلان عن أسعار البيع أو الشراء الأمر الذي أدى إلى إرتفاع تكاليف التداول ووجود فوارق كبيرة في أسعار الصفقات.⁶

¹ - تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (إسكوا)، مرجع سبق ذكره، ص 4.

² - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 224.

³ - عمار صايغي، مرجع سبق ذكره، ص 137.

⁴ - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 21.

⁵ - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 205.

⁶ - تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (إسكوا)، دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة بورصة عمان) أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص 3.

لقد أبرز حجم الإقتصاد الأردني في ذلك الوقت والمساهمة الكبيرة للقطاع الخاص فيه، إضافة إلى إتساع عدد المتعاملين في أسهم شركات المساهمة الأردنية، الحاجة إلى إنشاء سوق للأوراق المالية لذلك فقد قام البنك المركزي الأردني بعدة دراسات مع مؤسسة التمويل الدولية في الفترة (1975-1976) ونتيجة لهذه الدراسات أُصِر القانون رقم (31) سنة 1976، كخطوة أولى لإيجاد سوق منظم للتعامل بالأوراق المالية والقاضي بإنشاء سوق عمان المالي، وقد باشر أعماله سنة 1978.

وتمشيا مع التطورات التي شهدتها أسواق المال العالمية وفي إطار برامج الإصلاح التي تبناها الأردن في أواخر الثمانينات، أُصِر في سنة 1997 قانون الأوراق المالية رقم (23)، والذي قضى بإعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال من خلال فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي، حيث تولت بموجب هذا القانون هيئة الأوراق المالية الإشراف على سوق رأس المال (هيئة حكومية)، في حين تولت بورصة عمان تنظيم وإدارة عمليات تداول الأوراق المالية.

7. **السوق المالية السعودية:** يوجد في السعودية سوق للأسهم فقط ولا يوجد بها سوق للأوراق المالية، وقد أصدر المرسوم المتعلق بتنظيم التداول عن طريق البنوك المحلية في نوفمبر سنة 1984 حيث يقوم البنك المركزي (مؤسسة النقد السعودي) بإدارة هذه السوق والقيام بعمليات التسوية ونقل الملكية وقد ابتدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني المتطور "تداول" سنة 1990.

8. **بورصة البحرين:** قبل سنة 1987 كانت تداولات أسهم الشركات البحرينية تتم في سوق غير رسمي يعرف بإسم (سوق الجوهرة)، وبعد الإنهيار الذي شهده هذا الأخير والذي تزامن مع الإنهيار الذي عرفه "سوق المناخ" الكويتي في بداية الثمانينات، قامت الحكومة البحرينية بتكثيف الدراسات والجهود مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بهدف تأسيس سوق نظامي للأسهم في البحرين، وكتيجة لهذه الجهود أقامت الحكومة في سنة 1987 سوق البحرين للأوراق المالية، وقد باشر عمله رسمياً في جوان 1989 وقد كان عدد الشركات المسجلة به 29 شركة وكانت الأسهم هي الأداة الوحيدة المتداولة فيها، وفي سنة 1999 بدأت "بورصة البحرين" بتطبيق نظام التداول الإلكتروني، وتنوعت بها الأدوات المتداولة لتشمل الأسهم الممتاز، السندات، الصكوك الإسلامية.¹

9. **سوق مسقط للأوراق المالية:** أنشئ سوق مسقط للأوراق المالية بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88/53 في 21 جوان 1988 وبعد أقل من سنة شهدت قاعة السوق أول عمليات التداول في 20 ماي 1989 وقد تولى هذا السوق تنظيم وإدارة التعاملات بالأوراق المالية إلى غاية صدور المرسوم السلطاني السامي رقم 98/80 والذي

¹ - موقع بورصة البحرين :

نص في المادة الثالثة منه على إلغاء مرسوم 88/53 الذي أنشئ بموجبه سوق مسقط للأوراق المالية وأحل محلها جهازان هما الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية.¹

10. سوق الخرطوم للأوراق المالية: تعود فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان إلى بداية الستينات وبالضبط لسنة 1962 أين بدأ كل من البنك المركزي و وزارة المالية والإقتصاد بإجراء العديد من الدراسات بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، وقد أجاز قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب سنة 1982، غير أنه لم ينجز أي شيء في هذا المجال إلى غاية سنة 1992 أين تم تأسيس هيئة الأسواق المالية وقد أصدر قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية في صورته الحالية سنة 1994.²

11. بورصة الجزائر: برزت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في إطار الإصلاحات الإقتصادية والمالية التي أُعلن عنها في أواخر الثمانينات وبالضبط في سنة 1988 من خلال إصدار عدة قوانين خاصة مثل القانون رقم 88-03 والخاص بإنشاء صناديق المساهمة والذي ترتب عليه تقسيم رأس المال الإجتماعي للمؤسسات العمومية إلى عدة أسهم وزعت بين صناديق المساهمة وبالتالي تحولت الشركات العامة إلى شركات مساهمة، وقد أظهر ذلك حاجة ملحة لإنشاء بورصة في الجزائر، وقد أصدر في سنة 1993 المرسوم التشريعي رقم 93-08 والذي جعل من الشركة ذات الأسهم شخصا قانونيا يمكنه التسعير في البورصة، وقد جاء المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 لينظم سير عملها حيث قسمها إلى هيئتين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.³

وكان الإفتتاح الرسمي لبورصة الجزائر في 17 ديسمبر 1997م حيث كان مقرها بالعرفة الوطنية للتجارة في الجزائر العاصمة.⁴

12. بورصة قطر: لم تمتلك قطر بورصة للأوراق المالية إلى في سنة 1995 حيث صدر القانون رقم 14 لسنة 1995 والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية وقد بدأت عملها رسميا في 26 سبتمبر 1997 وقد تطورت بشكل

www.msm.gov.om

¹ - موقع سوق مسقط للأوراق المالية :

² - يعقوب محمد السيد، مشاهد عثمان إبراهيم، سوق الأوراق المالية في السودان - النشأة و التطور و الرؤي المستقبلية، بنك السودان المركزي جوان 2011، ص 31.

³ - فريدة بن شنهو، بلقاسم بن علال، واقع السوق المالي في الجزائر و أفاق تطوير فعاليته، الملتقى الوطني الأول حول عمولة الأسواق المالية : بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص3.

⁴ - سامية بوضياف، زينب حجاج، واقع بورصة الجزائر وسبل تفعيلها وتنشيطها لمسايرة متطلبات العولمة المالية، الملتقى الوطني الأول حول عمولة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12-13 أكتوبر 2011، ص 7.

لافت منذ ذلك الوقت.¹

13. **بورصة فلسطين:** تأسست البورصة الفلسطينية سنة 1995 بمبادرة من الشركة الفلسطينية للتنمية و الإستثمار "باديكو" و التي تمتلك نسبة 80 في المائة من رأسمالها وقد عقدت بورصة فلسطين أول جلساتها للتداول في 18 فيفري 1997.²

14. **بورصة الإمارات:** لقد شكل إنشاء عدد من شركات المساهمة العامة في بدايات الستينات، البداية لإنشاء أسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات، خاصة أن التعاملات من خلال السوق غير المنظمة، أدت إلى حدوث إختلالات كبيرة نتيجة غياب آلية تحديد الأسعار، وإنعدام الشفافية والإفصاح وإنعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء، ومع ظهور العديد من شركات المساهمة وزيادة الوعي الإستثماري صدر القانون الإتحادي رقم 4 لسنة 2000 المتعلق بإنشاء هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وإستنادا إلى هذا القانون تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي.

المطلب الثاني: دوافع إنشاء البورصات العربية

لقد شهدت السنوات الأخيرة إنشاء العديد من البورصات العربية، وإنطلاق العديد من برامج الإصلاح والتحديث للبورصات العربية الموجودة، سعيا من السلطات القائمة على إدارتها في أن تواكب بورصاتها التطورات التي تشهدها مختلف البورصات العالمية ويعود هذا التوجه الى عدة أسباب اهمها³:

1. فشل سياسات الإستدانة والإقتراض الخارجي فقد واجه عدد كبير من الدول العربية مشكل عدم توفر رؤوس الأموال نتيجة لشح الموارد المالية أو نتيجة العجز النسبي في وسائل تجميعها الأمر الذي دفع الحكومات إلى الإعتماد على التمويل الخارجي كوسيلة لتمويل التنمية المحلية، إلا أن نتيجة هذه السياسات أدت إلى المزيد من التراجع بسبب التكاليف العالية للتمويل، وهو ما دفع الحكومات العربية المتعاقبة إلى تبني سياسات تحفز عملية الإدخار المحلي من خلال توجيه المدخرين المحليين نحو بورصات الأوراق المالية التي سعت إلى رعايتها وتنظيمها.

¹ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 205.

² حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، تاريخ

www.gdnet.org

الإطلاع 2012/5/12، منشورة في الموقع :

³ محمد راتول، محمد مداحي، واقع وتحديات تدفقات إستثمارات المحافظ المالية على ضوء تداعيات الأزمة المالية لعام 2008 (حالة الأسواق المالية العربية)، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص 6.

2. حاجة الحكومات في أغلب الدول العربية إلى إصدار السندات الحكومية وأدوات الخزينة لتمويل عجوزات الموازنات العامة.
3. إرتفاع حجم الفوائض المالية التي حققتها الدول النفطية في الوقت الذي تشح فيه الموارد المالية وبشدة في دول عربية أخرى، وتمثل بورصات الأوراق المالية النشطة والمنظمة القناة التي ستسهل عملية إنتقال هذه الفوائض إلى دول العجز ما دفع بالقائمين على العمل العربي المشترك للسعي نحو التنسيق بين الدول العربية في هذا المجال.
4. تبني أغلب الدول العربية لبرامج إصلاح تسعى إلى التأكيد على أهمية دور القطاع الخاص ودعمه من خلال برامج الخصخصة وتعديل القوانين المتعلقة بإنشاء شركات مساهمة.
5. التطورات المتسارعة التي شهدتها بورصات الأوراق المالية في العالم من خلال تنوع أدواتها والشفافية التي تكتسي هذا النوع من الأسواق وتوفر المعلومات وسهولة التعامل بها الأمر الذي جذب إنتباه شريحة كبيرة من المواطنين والمدخرين في الدول العربية.
6. النجاحات الكبيرة التي حققتها الدول الناشئة التي إرتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تميمتها إضافة إلى نجاح برامج الإصلاح فيها، الأمر الذي دعمها لتحقيق معدلات نمو مرتفعة وأصبحت بذلك مغرية لرؤوس الأموال الباحثة عن فرص لتعظيم أرباحها ومن بين هذه الدول: الأرجنتين، البرازيل، الفلبين، تايوان، تايلاند، تركيا سنغافورة، فنزويلا، برتغال، الهند، أندونيسيا، ماليزيا، المكسيك، اليونان، الصين، شيلي، كوريا الجنوبية.¹

المطلب الثالث : أهمية وجود بورصات عربية

- تكتسي عملية إنشاء بورصات عربية فاعلة داخل الوطن العربي أهمية بالغة خاصة في ظل التطورات والأحداث العالمية المتمثلة في توسع عمليات التحرير والإنتتاح، أو تلك الأحداث التي عرفتها المنطقة العربية المتعلقة بتوجه برامج الإصلاح الإقتصادي أساسا للتأكيد على دور القطاع الخاص في دعم عملية التنمية الإقتصادية وبمكنا أن نبرز أهمية وجود بورصات للأوراق المالية فاعلة داخل الوطن العربي في النقاط التالية:
1. تعول الحكومات العربية على بورصات الأوراق المالية في إنجاح عمليات الخصخصة من خلال طرح أسهم الشركات العامة للتداول والإكتتاب.
 2. تساهم بورصة الأوراق المالية بشكل أساسي في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الإقتصادية على أساس تنافسي ما يرفع من كفاءة أداء المؤسسات داخل الإقتصاد.

¹ - نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الإقتصادية للإستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 57.

3. لا غنى عن بورصات عربية متطورة و ذات كفاءة عالية ومتكاملة مع بعضها لإستعادة الأموال العربية المهاجرة.
4. إن وجود بورصات عربية ذات كفاءة وتضم شريحة واسعة من المتعاملين يساعد السلطات النقدية في الدول العربية على إدارة سياستها النقدية بفاعلية أكبر.
5. يساعد وجود بورصات أوراق مالية ذات كفاءة، الحكومات العربية على تنمية الوعي الإدخاري والإستثماري لدى المواطنين.
6. إن دور الرقابة الغير رسمية على أداء الشركات الذي تمارسه البورصات سيحفز هذه الشركات على تحسين أداءها وعلى رفع من أرباحها و معدلات نموها سنويا.
7. يساهم وجود بورصات عربية فاعلة على ظهور مشاريع جديدة وتوسيع أخرى ما يوفر العديد من فرص العمل التي تسمح بالتخفيض معدلات البطالة وكذلك يرفع من حجم الإنتاج الوطني.

وقد خلصت العديد من الدراسات التي قامت بها المنظمات الدولية ومن بينها دراسات صندوق النقد الدولي إلى أن وجود بورصات متطورة ومنفتحة على العالم الخارجي يعتبر من بين العوامل الرئيسية المساهمة في تحقيق التنمية الإقتصادية بصفة عامة وبصفة خاصة في الدول النامية.¹

وبفضل العولمة المالية أصبحت المدخرات العالمية اليوم متاحة لجميع دول العالم، و بتكاليف منخفضة نتيجة إحتدام المنافسة، ومن المنطقي أن تُوجه هذه المدخرات إلى الإستخدامات الأكثر إلحاحا وإستعجالا والأكثر فائدة أي أنها ستذهب لتمويل المشاريع في الدول النامية ويبرز هذا الأمر بشكل واضح في نموذج دول جنوب شرق آسيا أين ساهمت التدفقات المالية في صورة الإستثمارات المباشرة والغير مباشرة في رفع من معدلات النمو الإقتصادي.

¹- علي زيان محمد وأعمر، سلوى تيشات ، إنعكاسات الأسواق المالية على إقتصاديات الدول النامية، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية : بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص 13.

المبحث الثاني: توصيف أوضاع البورصات العربية المدرجة ضمن قاعدة بيانات صندوق النقد العربي

رغم الاختلافات في ظروف نشأة البورصات العربية ودرجة تطورها وإفتاحتها إلا أنها تتشابه في كثير من خصائصها وتنظيماتها، وستعرف من خلال هذا المبحث على أهم خصائص البورصات العربية والهياكل المنظمة لها لنتهي بتقييم أداؤها خلال الفترة من (جانفي 2005 إلى سبتمبر 2012).

المطلب الأول: الخصائص الأساسية للبورصات العربية

لقد بلغ عدد بورصات الأوراق المالية المدرجة ضمن قاعدة بيانات صندوق النقد العربي 16 بورصة في جوان 2012 وهي (بورصة عمان، بورصة البحرين، بورصة قطر، بورصة بيروت، البورصة المصرية، سوق أبوظبي للأوراق المالية، السوق المالية السعودية، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة الدار البيضاء، بورصة تونس، بورصة الجزائر سوق دبي المالي، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، سوق فلسطين للأوراق المالية سوق دمشق للأوراق المالية).¹

ورغم الاختلافات الموجودة بين البورصات العربية إلا أن أغلبها تتميز بخصائص مشتركة يمكن تلخيصها في ما يلي:

1. ضآلة حجم السوق: عادة ما يقاس حجم أي سوق للأوراق المالية من خلال مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق أو مؤشر القيمة الرأسمالية للسوق* ومن خلال هذين المؤشرين تتضح محدودية بورصات الأوراق المالية العربية حيث يشير مؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصات العربية مجتمعة إلى وجود 1452 شركة في جوان 2012، وهو عدد منخفض جدا إذا ما تم مقارنته بعدد الشركات المسجلة في بعض بورصات الدول النامية حيث بلغ عدد شركات المسجلة في بورصة الهند لوحدها حوالي 5650 شركة، وتتسم بورصات الأوراق المالية في الوطن العربي بإنخفاض قيمتها السوقية، وإنخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويزداد حجمها ضآلة إذا ما إنصرف التركيز إلى الأسهم النشطة وذلك ما سنبرزه في المطلب الثالث من هذا المبحث خلال تقييم أداء البورصات العربية.²

¹ - صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني ل 2012، العدد 69، ص2.

* - إن الإعتماد على عدد الشركات كمؤشر وحيد لتحديد حجم السوق يعتبر مؤشر غير كافي، فقد تمتلك شركة واحدة داخل بورصة أسهم بقيمة أكبر بكثير مما يمتلكه عدد من الشركات في بورصات أخرى، فمثلا كان عدد الشركات المدرجة في بورصتي نيويورك ولندن خلال النصف الثاني من القرن العشرين متقاربا إلا أن رسملة بورصة نيويورك كانت تتجاوز رسملة بورصة لندن بأربعة أضعاف خلال نفس الفترة .

² - شذا جمال الخطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دارمجلدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 93.

هذا من جانب العرض أما من جانب الطلب والذي يقاس بعدد وحجم أوامر الشراء فهو متدني في البورصات العربية نتيجة جملة من الأسباب نذكر منها :

- انخفاض متوسط الدخول النقدي والإدخار الفردي داخل الدول العربية (باستثناء دول الخليج).
- انخفاض الوعي الاستثماري لدى المواطنين في الدول العربية فيما يخص التعامل بالأدوات المالية الجديدة في البورصات العربية وميل أصحاب المدخرات منهم لإستثمارها في مجال العقارات أو توظيفها في صورة ودائع مصرفية.
- منافسة القطاع العام للأفراد في شراء الأوراق المالية القليلة المتوفرة داخل البورصات العربية.
- إضافة إلى منافسة الأوراق المالية الحكومية للأوراق المالية الأخرى خاصة عندما تقوم الحكومة بإلزام المؤسسات المالية والمصرفية وشركات التأمين بشراء نسب معينة من هذه الأوراق المالية.

كما يعود صغر القيمة السوقية للبورصات العربية إلى غياب الإستثمار المؤسسي وضعف مساهمة المؤسسات المحلية في تنشيط البورصات، وإرتفاع نسبة تعاملات الأفراد في مجمل التعاملات داخل البورصات العربية فمثلا بلغت نسبة تعاملات الأفراد في السوق المصرية حوالي 80 في المائة مقابل 20 في المائة لتعاملات المؤسسات وتعتبر هذه الحالة معاكسة لما هو جاري في أغلب البورصات المتقدمة والتي تستحوذ تعاملات المؤسسات على حوالي 60 في المائة مقابل 40 في المائة لتعاملات الأفراد.¹

ويرى العديد من محللي البورصات أن ضآلة حجم السوق يترتب عليها زيادة فرص تقلبات الأسعار الغير مبررة.

2. **ضعف درجة السيولة:** تعتبر سيولة السوق أحد أهم أولويات المستثمر الأجنبي والمحلي في إتخاذ قراره حيث تيسير سيولة البورصة عمليات تداول الأوراق المالية بيعا وشراء ويضمن ذلك للمدخرين تقليل المخاطر ومرونة أكبر في وضع إستراتيجيات محافظتهم المالية من خلال توفير فرص البيع والشراء بالسرعة المناسبة بالأسعار الملائمة ويظهر واقع البورصات العربية إنخفاض درجة سيولتها من خلال إنخفاض حجم تعاملاتها اليومية. وتتعاطم أهمية بورصات الأوراق المالية كلما كانت البورصة أكثر سيولة، خاصة أنها تعتمد على هذه الخاصية في عملية التخصيص الكفاء للموارد من خلال عمليات التحفيز والمعاقبة، حيث يزداد حجم التعاملات على أسهم الشركات الناجحة ما يؤدي لرفع من قيمتها السوقية، وستنخفض في المقابل التعاملات بأسهم الشركات ذات الأداء الضعيف ما يؤدي إلى تخفيض قيمتها السوقية.²

3. **إرتفاع درجة التركيز:** يُعبر هذا المؤشر عن نسبة تداول الأسهم النشطة إلى حجم التداولات الإجمالية وبالتالي سيعكس جودة الأوراق المالية الموجودة في البورصة، وتعاني كل البورصات العربية من إرتفاع درجة التركيز والتي تشير

¹ - شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 94.

² - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الإقتصادي العربي تحت رعاية المنظمة العربية للتنمية الإدارية الجامعة الأردنية، الأردن، 20 - 22 ديسمبر 2004، ص 20.

إلى ضعف جاذبية أوراقها المالية، وقد بلغت في جوان 2000 هذه النسبة في الأردن 72 في المائة، المغرب 70.4 في المائة، السعودية 77.3 في المائة، عمان 45 في المائة.

وقد استطاعت الولايات المتحدة الأمريكية واليابان تخفيض درجة التركيز في بورصاتها إلى أدنى الحدود حيث إستحوذت الأسهم 10 الأولى على أقل من 20 في المائة من إجمالي حجم التداولات.

4. **ضعف الفرص المتاحة للتنوع:** تتسم أغلب البورصات العربية بمحدودية خيارات التنوع أمام المستثمرين ما يرفع من حجم المخاطر التي يواجهونها، ورغم توجه الحكومات إلى الإعتماد على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة من خلال إصدار سندات، إلى أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات (بنوك، شركات تأمين صناديق تقاعد) حال دون تداولها في بورصات الأوراق المالية حيث تميل أغلب هذه المؤسسات إلى الاحتفاظ بهذه السندات إلى غاية إستيفاء أجال إستحقاقها.¹

5. **التقلبات الشديدة في الأسعار:** تعاني أغلب البورصات العربية كغيرها من الأسواق الناشئة من شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويشير هذا الأمر لمخاوف المستثمرين ويعرضهم لخسائر مرتفعة لذلك فقد وضعت أغلب البورصات العربية هوامش مسموح بها في التغير اليومي لأسعار الأوراق المالية المتداولة للحد من التقلبات الشديدة في الأسعار.

6. **القصور التشريعي و المؤسسي في البورصات العربية:** رغم محاولات الإصلاح التي شهدتها أغلب البورصات العربية إلا أن معظمها لا زال يحتاج إلى إستكمال أطرها القانونية والتشريعية المنظمة لإصدار وتداول الأوراق المالية كما يسجل بشكل واضح غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق مثل الشركات الصانعة للسوق في أغلب البورصات العربية.²

7. **ضعف نشاط السوق الأولية:** تتميز الأسواق الأولية في الدول العربية بتذبذب إصدارتها و ضآلة أحجامها ويعود ذلك في الغالب إلى محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين وإعتمادهم بشكل كبير على المصادر التقليدية (القروض) في تمويل إحتياجاتهم، إضافة إلى عدم رغبتهم في فقدان السيطرة الكاملة على شركاتهم وفي عدم الخضوع إلى رقابة السلطات والإلتزام بقواعد الشفافية والإفصاح. إضافة إلى غياب مؤسسات التصنيف وترويج وضممان الإكتتاب حيث تساهم هذه المؤسسات بشكل كبير في الرفع من إقبال المستثمرين على إصدارات جديدة.

¹ - شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 94.

² - حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، ص48، تاريخ الاطلاع 2012/2/3 دراسة منشورة على الموقع الإلكتروني:

www.academia.edu/235912/

ويُعدُّ عدد كبير من الإقتصاديين أسباب هذا الضعف الذي تتميز به البورصات العربية إلى العديد من العوامل أهمها¹:

- حادثة إنشاء بورصات في الدول العربية حيث ظهرت في شكلها القانوني المنظم في السبعينيات من القرن الماضي فقط.
- تدني إنتشار الوعي الإستثماري في الأوراق المالية إضافة إلى ضعف ثقة المستثمرين.
- تعتبر كل الإقتصادات العربية إقتصادات تابعة لإقتصادات الدول المتقدمة وبالتالي تخضع لكافة التقلبات التي تواجهها هذه الأخيرة والتي ستنعكس على عدم إستقرار المتغيرات الإقتصادية الكلية في الوطن العربي.
- المبالغة في التدخل الحكومي.
- إنخفاض ربحية الأدوات الإستثمارية نتيجة ضعف الشركات المصدرة لهذه الأدوات وضعف كفاءة العاملين في هذا المجال من (وسطاء، سماسرة، صناع السوق).
- توفر بدائل ذات مردودية أعلى ومخاطر أقل من خلال الإستثمار في بورصات الدول المتقدمة.

المطلب الثاني: الخصائص التنظيمية والتشريعية للبورصات العربية

تتميز البورصات العربية عن بعضها البعض في نظمها وقوانينها، ودرجة تطورها لذا سنحاول في هذا الجزء من الدراسة إبراز أهم الخصائص التنظيمية لكل بورصة.

1. البورصة المصرية:

تشكل البورصة المصرية من بورصتين، بورصة الإسكندرية التي تأسست في سنة 1883، وبورصة القاهرة التي تأسست سنة 1890، (وتعتبر البورصتين مؤسسة واحدة بموقعين مختلفين) حيث يتم التداول عن بعد من بورصة الإسكندرية وتستخدم البورصتين نفس نظام التداول، ونفس قاعدة البيانات و يخضعان لمجلس إدارة واحد ويعين رئيس مجلس الوزراء المصري رئيس مجلس الإدارة لمدة 3 سنوات قابلة للتجديد، أما أعضاء مجلس الإدارة فيتم تعيينهم بالنسبة التالية: 60 في المائة من أعضاء مجلس الإدارة يعينون من الشركات المتعاملة في البورصتين (شركات السمسرة، شركات إدارة صناديق الإستثمار، بنوك الإستثمار ... إلخ) عن طريق الانتخاب، أما 40 في المائة الباقية فيتم تعيينهم من طرف مجلس الوزراء.²

¹ - هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 305.

² - عمار صايغي، مرجع سبق ذكره، ص 135

و قد عرفت بورصة الأوراق المالية المصرية ثلاث مراحل رئيسية:

أ. المرحلة الأولى: (منذ تأسيسها إلى غاية صدور قوانين التأمين) حيث أصدرت الحكومة أول اللوائح التنظيمية بموجب أمر عالي سنة 1909، وقد عرفت البورصة المصرية مرحلة ركود في فترة الحرب العالمية الأولى (1914-1917) وشهدت بعدها إنطلاقة وإستعادة لنشاطها حيث أصدرت العديد من المراسيم الملكية ولوائح العامة المنظمة لتعاملات البورصة وقد بلغت البورصتين أوج نشاطهما في الأربعينيات من القرن الماضي حيث إحتلت البورصة المصرية المركز الخامس عالمياً.¹

وفي سنة 1953 أصدر قانون رقم 326 القاضي بمنح السماسرة لوحدهم إمتياز التعامل داخل البورصة، وقد بلغ عدد مكاتب السمسرة 21 مكتبا في سنة 1953، في حين بلغ عدد الشركات المقيدة في البورصتين 211 شركة و بلغت أحجم التعاملات في أوراقها المالية 110 مليون جنيه.

ب. المرحلة الثانية (مرحلة التأمين): تراجع دور البورصة المصرية بشكل كبير نتيجة إستبعاد أسهم الشركات المؤممة كما أصبحت الأرباح الموزعة تخضع لإقتطاعات ضريبة وكذلك الأمر بالنسبة للسندات.

ج. المرحلة الثالثة (مرحلة الإنفتاح الإقتصادي إلى يومنا هذا): بدأت هذه المرحلة منذ الإعلان عن التوجه نحو سياسة الإنفتاح الإقتصادي سنة 1971 والذي أعاد الإعتبار للقطاع الخاص، حيث كُتبت الجهود للإستفادة من جميع إمكانيات هذا القطاع ومدخراته وبدأت الدولة بالبحث في سبل تطوير بورصتها للأوراق المالية²، وتوالت على إثر ذلك القوانين المنظمة والمشجعة للتعامل في البورصة والقوانين المتعلقة بتسيير تأسيس شركات الإكتتاب العام وإستحداث مؤسسات مالية جديدة مثل صناديق الإستثمار وقد ساهم هذا التوجه نحو الإنفتاح الإقتصادي في تضاعف عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية.³

ففي الفترة ما بين سنة 1985 – 1999 إزداد عدد الشركات بحوالي 316 في المائة عما كان عليه عددها سنة 1985 وقد وضع القانون رقم 95 لسنة 1992 الإطار التشريعي والتنظيمي لعمل سوق الأوراق المالية المصرية من خلال إقرار الهيئة العامة لسوق المال كجهة رقابية، وسوق موحدة تتكون من بورصتين (الإسكندرية وبورصة القاهرة) ونظام تداول ونظام تسوية ومقاصة وحفظ مركزي موحد، ويتلخه كل المنظم والمُسير للبورصة المصرية من:

أولاً - الهيئة العامة لسوق المال: نشأة هذه الهيئة في سنة 1979 وبدأت عملها في 1980 وتهدف هذه الهيئة إلى تنظيم وتنمية سوق المال وتكفل هذه الهيئة بالإشراف على توفر المعلومات، إضافة إلى دورها في الرقابة على

¹ - تقرير اللجنة الاقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا (اسكوا)، دور أسواق رأس المال في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة البورصة المصرية) أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 19-20 سبتمبر 2006، ص 4.

² - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 44.

³ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 301.

التعاملات بالأوراق المالية داخل البورصة، وتطبيق كافة الأحكام الواردة في قانون سوق رأس المال (القانون 95 الصادرة في سنة 1995).

وفي سنة 2010 وبموجب القانون رقم (10) أنشئت "الهيئة العامة للرقابة المالية"¹ وتختص هذه الهيئة بالرقابة والإشراف على الأسواق والأوراق المالية الغير مصرفية وتحل هذه الهيئة محل الهيئة العامة لسوق المال*.

ثانيا - البورصة: يكون التعامل داخل البورصة من خلال شركات السمسرة، ولا يجوز تداول الأوراق المالية المقيدة بالبورصة خارجها**.

ويتم قيد الأوراق المالية في البورصة المصرية في جدولين (أ) و (ب)²:

- القيد في الجدول (أ) "الجدول الرسمية" و تقيد بها:

أ. الأوراق المالية لأسهم شركات الإكتتاب العام التي تتوفر فيها الشروط التالية:

- أن تمثل الأسهم المطروحة للإكتتاب العام 30 في المائة أو أكثر من مجموع أسهم الشركة.
- أن يتجاوز عدد المكتسبين في الأسهم المطروحة 150 مساهم دون تحديد جنسياتهم.

ب. وثائق الإستثمار التي تطرحها شركات صناديق الإستثمار والسندات والصكوك المالية والأوراق المالية الأخرى وفق شروط معينة.

ج. كافة الأوراق المالية التي تطرحها الدولة وتوجهها للإكتتاب العام.

- القيد في الجدول (ب) "الجدول غير رسمية" وتفيد في هذه الجداول:

أ. الأوراق المالية التي لم تستوفي شروط التقييد في الجدول (أ).

ب. الأوراق المالية الأجنبية بشرط أن تكون هذه الأوراق مقيدة لدى بورصات أجنبية تخضع لرقابة ولإشراف هيئة معترف بها تمارس إختصاصات شبيهة لإختصاصات الهيئة العامة لسوق المال.

¹ - عمار صايغي، مرجع سبق ذكره، ص 140.

* - للمزيد من التفاصيل حول هذه الهيئة أنظر: الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية:

www.cma.gov.eg

** - المادة (2) من قرارالهيئة العامة للرقابة المالية رقم (132) لسنة 2010 الصادر في 2010/11/1. متوفر على الموقع الإلكتروني للهيئة العامة

للرقابة المالية.

² - عمار صايغي، مرجع سبق ذكره، ص 141.

وتعتبر البورصة المصرية شخصية إعتبارية تتولى إدارة أموالها ولها أهلية التقاضي وتدار من خلال الأجهزة التالية¹:

(1) **لجنة البورصة:** تتكون هذه اللجنة من رئيس ونائبه وأمين الصندوق، وتتكفل بضمان السير الحسن للبورصة وتمتلك السلطة التأديبية على جميع الأعضاء إضافة إلى أنها تحدد هامش تغير أسعار الأوراق المالية.

(2) **الجمعية العامة:** تتكون من أعضاء البورصة العاملين، مهمتها إبداء التوصيات في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة.

(3) **اللجنة العليا للبورصة:** يرأسها رئيس هيئة سوق المال (أو نائبه) وأعضاء من مكتب لجنة كل بورصة وتسهر هذه اللجنة على تطبيق القوانين في جميع البورصات.

(4) **هيئة التحكيم:** تخصص بالفصل في المنازعات التي تقع بين المتعاملين داخل البورصة.

(5) **هيئة التأديب:** يرأسها رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وتتكفل بإتخاذ الإجراءات التأديبية للأعضاء المخالفين للوائح وقوانين المهنة.

(6) **مندوب الحكومة:** مهمته الأساسية مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، وحضوره إجباري في جميع إجتماعات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية، وله الحق في الاعتراض على القرارات المخالفة للقوانين واللوائح.

ثالثا- نظام التداول: تستخدم البورصة المصرية نظام (X-stream) حيث بدأ العمل به في سنة 2008 ويستوعب هذا النظام الزيادات المتتالية في أحجام التداول ويسمح بتداول أوراق مالية متنوعة وله عدة ميزات تسمح له بتهيئة بيئة مشجعة لعمليات التداول*.

رابعا- نظام التسوية والمقاصة: تتكفل شركة مصر للمقاصة والتسوية بعمليات المقاصة بين السماسرة داخل البورصة، كما تتولى هذه الشركة مهمة الحفظ المركزي للأوراق المالية، وتهدف إلى تطبيق نظام الحيازة المركزية للأوراق المالية وتحويلها من صورتها المادية إلى قيود دفترية لتسهيل عمليات التداول سعيا منها لمواكبة التطورات التي تعرفها البورصات العالمية².

2. بورصة عمان:

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) الصادر في 1997 والذي تضمن إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال، وقد فصل هذا القانون بين الدور الرقابي والدور التنفيذي، ونتيجة

¹ - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 71.

*- للمزيد من التفاصيل حول هذا النظام أنظر موقع البورصة المصرية :

² - عمار صايفي، مرجع سبق ذكره، ص 143.

لذلك تم إنشاء هيئة الأوراق المالية¹، وإنشاء سوق الأوراق المالية ومركز لإيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين* وقد تعززت هذه العملية (إعادة الهيكلة) بصدر قانون الأوراق المالية² رقم 76 سنة 2002.

ويتكامل المنظم والمُسير لبورصة عمان من :

أولاً - هيئة الأوراق المالية: ترتبط هذه الهيئة برئيس الوزراء، حيث تتمتع بالشخصية الاعتبارية ذات الإستقلالية المالية والإدارية، وتهدف لتنظيم سوق الأوراق المالية والإشراف عليه، وقد سمح قانون الأوراق المالية لسنة 2002 بإنشاء بورصات أخرى إلى جانب بورصة عمان، ومنح هذه الهيئة العديد من الصلاحيات الإضافية لتعزيز الرقابة وقد حددت المادة الثامنة من القانون (76) أهداف هذه الهيئة والمتعلقة أساساً بحماية المستثمرين وتنظيم السوق بالشكل الذي يحقق الكفاءة والعدالة والشفافية.³

ثانياً - بورصة عمان: (سوق عمان المالي سابقاً) إستناداً إلى المادة 65 من القانون 76 الصادر سنة 2002، أنشئت بورصة عمان والتي تتمتع بالشخصية الاعتبارية ذات الإستقلالية المالية والإدارية ولها بذلك ممارسة جميع التصرفات القانونية ولها حق التقاضي، وتخضع بورصة عمان لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية، وتدار هذه البورصة من خلال مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى متابعة الأعمال اليومية للبورصة، حيث تتولى البورصة وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان شفافية عمليات التداول، وتقوم بالتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات، وفرض عقوبات تأديبية على المخالفين للقوانين والتنظيمات والتعليمات.

وقد حددت المادة السابعة عشر من النظام الداخلي للبورصة أن مجلس الإدارة يتألف من سبعة أعضاء: 4 منهم يمثلون الوسطاء و3 منهم يمثلون القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والإقتصادية وينتخب المجلس رئيساً له ونائب و يتم التداول في بورصة عمان من خلال سوقين**:

أ- السوق الأولى: تتداول فيها أوراق الشركات التي حققت الشروط الواردة في المادة (7) من تعليمات إدراج الأوراق المالية و من بين هذه الشروط :

- أن يكون قد مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني.

- أن لا يقل عدد المساهمين في نهاية السنة المالية عن 100 مساهم.

¹ - موقع بورصة عمان :

www.ase.com.jo/ar

* - للمزيد من التفاصيل أنظر القانون (76) الصادر في سنة 2002 ، المنشور في موقع البورصة عمان :

www.ase.com.jo/ar

² - تقرير اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا (إسكو)، مرجع سبق ذكره، ص 3 .

³ - حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص 72.

** - للمزيد من التفاصيل أنظر : تعليمات الأدرج في بورصة عمان لسنة 2004، المعدلة من خلال القرار 225/2011 ، المنشور في :

www.ase.com.jo/ar

موقع بورصة عمان :

- أن تكون حققت أرباح صافية في سنتين ماليتين على الأقل في ثلاث سنوات الأخيرة قبل الإدراج.

- أن تتجاوز نسبة الأسهم الحرة* في الشركة إلى إجمالي الأسهم المكتتب بها في نهاية السنة المالية:

- 5% إذا كان رأسمالها أكثر من 50 مليون دينار أردني.

- 10% إذا كان رأس مالها أقل من 50 مليون أردني.

ب- السوق الثاني: تخضع الأوراق المالية المدرجة بها لشروط أقل من تلك التي تخضع لها الأوراق المالية المدرجة في السوق الأولى، كما ينقل إدراج أسهم الشركات من السوق الأولى إلى السوق الثانية لتلك الشركات التي لم تستطع إستيفاء أحد متطلبات الإدراج في السوق الأولى أثناء السنة المالية.

ثالثا- مركز إيداع الأوراق المالية: أنشئت هذه المؤسسة في ماي سنة 1999 حيث تتولى مهمة تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتقوم بعمليات التسوية والمقاصة بين الوسطاء، إضافة إلى العمل على تهيئة المناخ الملائم للإستثمار المالي وتخفيض تكاليفه.¹

وقد إستكملت بورصات عمان نظام شبكة المعلومات الداخلية لكافة الوسطاء المتعاملين في البورصة حيث توفر هذه الشبكة المعلومات وسبل الإتصال بالبورصة وتمنح نظام التداول الإلكتروني مرونة وشفافية كبيرة في تنفيذ الصفقات، كما تم ربط هذا النظام بوكالة الأنباء العالمية الرويتز ما يوفر نقل المعلومات فوراً.²

3. بورصة الدار البيضاء:

جعلت الحرب العالمية لثانية المغرب ملاذاً آمناً لرؤوس الأموال الأوربية ما أدى لتضاعف القيمة الرأسمالية للبورصة ونتيجة لذلك بدأت السلطات بالإهتمام بها وتنظيم سيرها من خلال إصدار العديد من القوانين، غير أنه وبعد إستقلال المغرب عرفت البورصة إنحياراً كبير نتيجة لتهديب وهجرة رؤوس الأموال خاصة أن أغلب المتعاملين داخل البورصة في ذلك الوقت أجنب، وفي سنة 1967 صدر المرسوم الملكي بشأن بورصة القيم المنقولة، والذي تضمن تعديلات تنظيمية وإدارية وقد تلاه في سنة 1993 مرسوم ملكي نص على:

- تحويل البورصة من مؤسسة عمومية إلى شركة مساهمة يمتلكها الوسطاء وتولت شركة بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء رسمياً تسييرها سنة 1995.

(*)- الأسهم الحرة هي تلك الأسهم المتاحة للتداول وتعتبر أسهم غير حرة تلك الأسهم التي:

يملكها أعضاء مجلس إدارة الشركة وأقاربهم، والتي تمتلكها شركات الأم أو التابعة، والأسهم المملوكة من قبل مساهمين يملكون (5%) أو أكثر من رأسمال (الشركة)، والأسهم المملوكة من قبل الحكومة أو شركات القطاع العام.

¹- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 305.

²- عماد صالح سالم، إدارة الأزمات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، بدون ذكر دار النشر، أبوظبي، 2002 ص 192.

- إنشاء مجلس القيم المنقولة ويمثل هذا المجلس هيئة مراقبة السوق المالي (مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية).

- إنشاء الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي (صناديق التوظيف المشتركة).

وقد إنسجمت هذه القوانين مع طبيعة المرحلة التي عرفها الإقتصاد المغربي من خلال إنفتاحه على الأسواق المالية الدولية وتشجيع الإستثمار الأجنبي، ويتشكل الهيكل المنظم لسوق الأوراق المالية في المغرب من:

أولاً - مجلس القيم المنقولة: هي هيئة عامة ذات شخصية معنوية وإستقلالية مالية، وقد حدد المرسوم الملكي أهداف الهيئة والتي تتعلق أساساً بحماية مدخرات المستثمرين وضمان السير الحسن للتداولات وتحقيق الشفافية والأمان.¹

ثانياً - بورصة الدار البيضاء: تتم التعاملات داخل بورصة الدار البيضاء من خلال سوقين:

أ - السوق المركزي: وتتم داخله جميع التعاملات في الأوراق المالية المسجلة بالبورصة وتستثنى منها التعاملات في الكتل والتي تتم على أساس التفاوض وقد وضعت البورصة هامش لتغيرات أسعار أوراقها المالية بـ 6 في المائة.

ب - سوق الكتل: تتم داخل هذا السوق التعاملات ذات الحجم الكبير والخصائص الإستراتيجية وتبرم الصفقات داخل هذا السوق من خلال التفاوض وتوجد لوائح داخل البورصة تحدد الحد الأدنى لحجم الكتل المقبولة ويستخدم هذا السوق من أجل تنفيذ أوامر المستثمرين المؤسستين.

ثالثاً - المودع المركزي: يتولى عملية حفظ القيم المنقولة وتيسير عمليات التداول والقيام بعملية التسوية والمقاصة ويستخدم المغرب نظام التسعير الإلكتروني بغية زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء.

4. بورصة تونس:

رغم الأقدمية النسبية لبورصة الأوراق المالية التونسية عن باقي البورصات العربية إلا أن أداءها ظل دون تطلعات المستثمرين التونسيين والأجانب على حد سواء، ولما كبت التطورات المتسارعة التي تشهدها البورصات العالمية والعربية وكذا مسيرة متطلبات مرحلة الإنفتاح التي توجهت إليها تونس قامت السلطات في تونس بإصدار قانون 117/94 سنة 1994 والقاضي بإعادة تنظيم السوق المالي حيث فصل بين الهيئة الرقابية والهيئة المسيرة للبورصة ويتكامل المنظم والمسير لبورصة تونس من:

أولاً - هيئة السوق المالية: هي هيئة تتمتع بالشخصية المعنوية وبالإستقلال المالي، مقرها تونس العاصمة مهمتها الأساسية حماية مدخرات المستثمرين وضمان السير الحسن للتداولات وتحقيق الشفافية والأمان.*

¹ - سامي مباركي، مرجع سبق ذكره، ص 120.

* - للمزيد من التفاصيل حول هذه الهيئة أنظر:

الفصل الثالث من قانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، المنقح و المعدل بالقانون عدد 64

لسنة 2009، المتوفر على موقع البورصة التونسية:

<http://www.bvmt.com.tn>

ثانيا- بورصة الأوراق المالية: لقد نص الفصل(63) من القانون 117/96 على قيام الوسطاء بتكوين شركة مهمتها تسيير سوق الأوراق المالية مقرها تونس العاصمة تسمى بورصة الأوراق المالية ويخضع مشروع النظام الأساسي لبورصة الأوراق المالية لمصادقة وزير المالية بعد أخذ رأي هيئة السوق المالية، وتكُلف بورصة الأوراق المالية بوضع الهياكل الفنية والإدارية لتسيير عمليات التداول وقبول قيد وإدراج الأوراق المالية في سجلاتها وشطبها منها إلا إذا إعتزضت هيئة السوق المالية.

تتم عمليات التداول داخل البورصة التونسية من خلال سوقين¹: سوق أولية وسوق ثانوية : ويتم التداول في السوق الأولى الأوراق المالية التابعة للشركات التي تستوفي شروط ومتطلبات محددة إضافة للأداء الإقتصادي المتميز أما بالنسبة للسوق الثانوي فإن به معايير أقل تشددا. ومن بين متطلبات الإدراج في السوق الأولية للبورصة التونسية²:

- أن تكون المؤسسة قد مارست نشاطها لمدة 3 سنوات على الأقل قبل إدراجها.

- تحقيق أرباح صافية في آخر سنتين قبل الإدراج.

- أن تطرح الشركة على الأقل 20 في المائة من أسهم رأسمالها للإكتتاب العام.

تستخدم بورصة تونس نظام تداول معلوماتي ذو تكنولوجيا حديثة ومتطورة.

ثالثا- الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية: تتكفل هذه الشركة بتسجيل المبادلات وتحويل ملكيات الأوراق المالية للتعاملات التي تتم داخل البورصة.

5. سوق الكويت للأوراق المالية :

افتتح في سنة 1972 أول مقر للبورصة الكويتية بمدينة الكويت وقد كانت تصدر عنها نشرة يومية تتضمن أحجام التداول وأسعارها وعدد الصفقات المبرمة³، وقد تعرضت بورصة الكويت لمضاربات شديدة في الفترة ما بين (1973 - 1976) حيث رفعت هذه المضاربات أحجام التداول إلى مستويات غير متوقعة، أُصدر على إثرها قرار وزير التجارة والصناعة رقم (61) لسنة 1976 بشأن إعادة تنظيم عمليات التداول وتم بموجب هذا القرار تكوين لجنة الأوراق المالية حيث منحت لها صلاحيات تنظيم التداول في السوق.

وإستمر العمل تحت إشراف هذه اللجنة إلى غاية أوت1983، وقد شهدت البورصة الكويتية فترة ازدهار كبيرة في هذه المرحلة حيث إتسمت بورصة الأوراق المالية الكويتية بالعمق والإتساع وضخامة أحجام تداولاتها

¹- سامي مباركي، مرجع سبق ذكره، ص 117.

²- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 226.

³- عماد صالح، مرجع سبق ذكره، ص 182 وما بعدها.

حيث إحتلت المرتبة الثامنة عالميا من حيث حجم تداولاتها وإمتدت هذه الفترة إلى منتصف سنة 1982 أين حدثت أزمة المناخ*، وفي سنة 1983 صدر المرسوم الأميري القاضي بإعادة تنظيم السوق وبموجب هذا المرسوم أصبح سوق الكويت للأوراق المالية يمتلك الشخصية المعنوية والإستقلالية الإدارية والمالية وله حق التقاضي، ويقوم بإدارة السوق لجنة يرأسها وزير التجارة والصناعة، وقد أصدرت بعد ذلك العديد من التعليمات واللوائح والقوانين التنظيمية الهادفة لتطوير سوق الكويت للأوراق المالية، إلا أن أصدر القانون رقم (7) لسنة 2010 القاضي بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية**.

أولا- هيئة أسواق المال: تتكفل هذه الهيئة بتنظيم ومراقبة تداولات الأوراق المالية وتسعى لتحقيق الشفافية والعدالة والكفاءة داخل سوق الكويت للأوراق المالية ويتمثل الدور الأساسي لهذه الهيئة في حماية المستثمرين من الممارسات غير عادلة، ويرشح وزير التجارة و الصناعة خمسة مفوضين يتولون إدارة الهيئة ويسمى مجلسهم بمجلس مفوضي هيئة أسواق المال .

ثانيا- سوق الكويت للأوراق المالية: يتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وله حق التقاضي ويتكفل سوق الكويت للأوراق المالية بإتخاذ كافة الإجراءات الهادفة إلى تنمية التعاملات بالأوراق المالية والمحافظة على إستقرار التعامل داخل السوق في حدود الأنظمة والقوانين التي وضعتها الهيئة، وحتى يقبل إدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة الكويتية في سوق الأوراق المالية عليها إستيفاء جملة من الشروط أهمها :

- أن يتجاوز رأسمال الشركة الراغبة في قيد أوراقها المالية داخل البورصة 2 مليون دينار كويتي.
- أن تحقق الشركة أرباح صافية خلال آخر سنتين قبل إدراجها.
- الإفصاح عن بياناتها بشكل ربع سنوي.

ويستخدم سوق الكويت للأوراق المالية نظام تداول متطور يدعى نظام (X-stream) ويتسم هذا النظام بالمرونة العالية ويتمثل الحد الأدنى لكمية الأسهم في هذا النظام بسهم واحد، أما الحد الأعلى للأمر الواحد هو 5 ملايين سهم¹.

*- أزمة مناخ: إن السبب الرئيسي لهذه الأزمة يعود لغياب الرقابة الرسمية الفعالة للدولة في سوق المناخ حيث حدثت هذه الأزمة نتيجة الارتفاع الكبير في فارق الأسعار بين البيوع الأجلة و البيوع النقدية (الحالية) وقد وصل هذا الفرق إلى 400 في المائة، ما أدى لانتشار عمليات المضاربة بشكل واسع نتيجة الأرباح الخيالية الممكن تحقيقها، وعندما عجز بعض المستثمرون عن السداد، ونتيجة لارتباط معظم المستثمرين ببعضهم البعض عن طريق البيع الآجل هوت أسعار الأسهم و انفجرت الأزمة في صيف سنة 1982، وأصبحت معظم الشيكات الآجلة غير قابلة للسداد، وقد بلغ عدد هذه الشيكات والمعاملات 28815 شيكاً آجلاً قيمتها حوالي 26,7 مليار دينار كويتي (94 مليار دولار أمريكي).

** - للمزيد من التفاصيل أنظر : القانون رقم 7 الصادر في سنة 2010 المؤرخ في 7 ربيع الأول 1431 هـ الموافق لـ 21 فيفري 2010 متوفر في

www.kuwaitcma.org

www.kse.com.kw

موقع هيئة أسواق المال الكويتية

¹ - موقع سوق الكويت للأوراق المالية:

ثالثا - الشركة الكويتية للمقاصة: تتكفل هذه الشركة بمهام الإيداع المركزي والتسوية والمقاصة لسوق الكويت للأوراق المالية وتقدم هذه الشركة خدماتها للإيداع أيضا لأسهم الشركات الغير المدرجة.¹

6. سوق الأسهم السعودي:

ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية إلى غاية الثمانينات أين شكلت لجنة وزارية كُلِّمَتْ بالإعداد لإنشاء سوق للأسهم، وبناء على إقتراحات هذه اللجنة أُصِبرَ المرسوم الملكي رقم 8/ 1230 سنة 1984 والذي نص على تنظيم التعامل بالأوراق المالية عن طريق البنوك المحلية.²

وقد تولت مؤسسة النقد العربي السعودي دور الهيئة المشرفة والمعنية بتنظيم ومراقبة السوق إلى غاية سنة 2003 أين تم تأسيس هيئة السوق المالية في 31 جويلية 2003.³

أولا - هيئة السوق المالية: هي هيئة حكومية ذات إستقلال مالي وإداري مرتبطة مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتولى هذه الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية السعودية وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة بشأن تطبيق أحكام نظام السوق المالي.⁴

ثانيا - السوق المالي السعودي: نص "نظام السوق المالي" السعودي على إنشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في مجال تداول الأوراق المالية داخل المملكة وقد تم في 19 مارس 2007 إنشاء شركة السوق المالية السعودية "تداول" كشركة تقدم الخدمات المالية المتنوعة والشاملة بناء على قرار مجلس الوزراء، ويدير هذه الشركة مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء بعد أن ترشحهم هيئة السوق المالية وتكون عضويتهم على النحو الآتي:

- ممثل لوزارة التجارة و الصناعة.
- ممثل لمؤسسة النقد العربي السعودي.
- أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة العاملة في السوق.
- عضوان يمثلان شركات المساهمة المدرجة في السوق.
- ممثل لوزارة المالية.

و يقترح مجلس إدارة الشركة اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق المالية السعودية بما في ذلك:

- شروط الإدراج وتداول الأوراق المالية.
- وضع شروط العضوية ومتطلباتها.

www.maqasa.com

¹ - موقع الشركة الكويتية للمقاصة :

² - رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الاوراق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الاسهم السعودية- ،مذكره مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الإقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، الجزائر، 2006-2007، ص 172.

www.tadawul.com.sa

³ - موقع تداول:

www.cma.org.sa

⁴ - موقع هيئة السوق المالية السعودية :

وترفع الشركة هذه الاقتراحات إلى هيئة السوق المالية لتقرها أو تعدلها، وتقدم هذه الشركة العديد من الخدمات مثل :

- حفظ وصيانة و تحديث سجلات المساهمين.
- تسجيل نقل ملكية الأسهم و تنفيذ التحويلات.
- تقارير الملكية.

إضافة إلى خدمات إضافية أخرى مثل :

- خدمت الرسائل النصية.
- البيانات المختصرة للشركات المدرجة.
- خدمة توزيع تقارير الأرباح.

يتطلب إدراج الشركات في داخل السوق المالية السعودية العديد من الشروط نذكر منها¹:

- ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 200 مساهم.
- ألا تقل نسبة ملكية الجمهور عن 30 في المائة من هذه الأسهم.
- ألا تقل القيمة الاسمية المتوقعة لإجمالي هذه الأسهم عند تاريخ الإدراج 100 مليون ريال سعودي.
- أن تستوفي الشركة جميع الشروط النظامية في المملكة الخاصة بالشركات.

ثالثاً- مركز إيداع الأوراق المالية: إستحدث هذا المركز بعد صدور "نظام السوق المالي" سنة 2003، ويتكفل بتسييره مجلس إدارة شركة السوق حيث يتولى هذا المركز عملية إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق وعمليات نقلها وتسويتها وتسجيل ملكيتها، ويعد سوق الأسهم السعودي أكبر أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من حيث القيمة السوقية وقد أُضيفَ في سنة 1998 إلى مؤشر مؤسسة التمويل الدولية المتعلق بأداء الأسواق الناشئة.²

7. بورصة البحرين :

لقد بدأ عمل البورصة في البحرين سنة 1989 تحت إسم "بورصة البحرين للأوراق المالية" وقد بدأ التداول رسمياً بها في 17 جوان 1989 ، وتشرف على هذه البورصة اللجنة العليا للأوراق المالية.³

وقد تم في منتصف التسعينات الإعلان عن تحويلها إلى سوق دولية تسمح بتسجيل أسهم الشركات الإقليمية والدولية وصناديق الإستثمار والسندات الأجنبية وكذلك السماح لغير مواطني دولة البحرين بتملك الأوراق المالية

¹ - للمزيد من التفاصيل حول شروط الإدراج في السوق المالي السعودي أنظر:

دليل الإدراج ، مطبوعة صادرة عن شركة تداول الموجود في الموقع :

² - رسمية احمد أبو موسى ، مرجع سبق ذكره، ص 74.

³ - عماد صالح سلام ، مرجع سبق ذكره، ص 204

المدرجة في بورصة البحرين، ويتمتع سوق البحرين للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة وله أهلية التصرف في أمواله و إدارتها وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق أهدافه. وفي سنة 2002 إنتقلت المسؤوليات الرقابية والتشريعية على قطاع رأسمال من وزارة التجارة إلى مصرف البحرين المركزي.¹

وقد أُصِلَ المرسوم رقم (57) لسنة 2009 بشأن سوق البحرين للأوراق المالية والذي بموجبه تم تحويل سوق البحرين للأوراق المالية إلى شركة مساهمة بحرينية تحت اسم بورصة البحرين. ومن بين متطلبات الإدراج داخل بورصة البحرين:

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة سنتين على الأقل.
- ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع* عن 500000 دينار أو ما يعادلها بالعملة الأخرى.
- أن لا يقل عدد الأسهم عن 500000 سهم.
- أن لا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم.
- أن تكون الشركة قد حققت أرباح خلال السنتين السابقتين لطلب الإدراج.
- أن تصدر الشركة ميزانية نصف سنوية وأن تلتزم باتفاقية الإدراج الصادرة عن البورصة .

ويتولى سوق البحرين للأوراق المالية تشغيل نظام المقاصة والتسوية والإيداع المركزي وتحديث بيانات حسابات الأوراق المالية على الضوء التعاملات التي تتم في السوق من (إيداع، بيع وشراء، تحويل وسحب الأوراق المالية المودعة وفتح وحفظ حسابات الأوراق المالية).²

8. سوق مسقط للأوراق المالية:

www.bahrainbourse.net

¹ - موقع بورصة البحرين:

(* - يختلف رأسمال المصريح به عن رأسمال المصدر ورأسمال المدفوع:

- رأسمال المصريح به (المرخص به): يُحدّد بمبلغ معين في العقد التأسيسي للشركة ونظامها يمثل رأسمال الشركة في حدوده العليا، وبعد الموافقة على تأسيس الشركة يقسم رأسمال المحدد إلى أجزاء متساوية (أسهم) ويمكن زيادته أو تخفيضه من خلال إجراءات معينة، وعادة ما تنص القوانين المنظمة لعمل هذه الشركات على وجود حد أدنى لا يمكن أن يقل عنه رأسمال المصريح به.

- رأسمال المصدر (المكتتب به): هو ذلك الجزء من رأسمال المصريح به (لا يمكن أن يتجاوز رأسمال المصريح به) الذي إتفق المؤسسون على إصداره ويمكن أن يتساوى مع رأسمال المصريح به حين تطرحه الشركة للاكتتاب، والشركة غير ملزمة بطرح كل رأسمالها للاكتتاب عند التأسيس، غير أن نفس القوانين المحددة لرأسمال المصريح بها نصت في ذات الوقت على تحديد الجزء الذي يطرح للاكتتاب العام (عادة ما لا يقل عن 20 في المائة من رأسمال المصريح به).

- رأسمال المدفوع: جزء من رأسمال المصدر والمدفوع (الذي دفعه حاملي الأسهم) كمدقم في الاكتتاب والباقي يحصل على أقساط ودفعات طبقا لما حددته نشرة الاكتتاب وتستخدم هذه الطريقة لتحفيز المكتتبين على أن لا تقل النسبة المدفوعة عن 25% من الإصدار عادة.

² - قرار مدير سوق البحرين للأوراق المالية رقم (20) لسنة 2001، متوفر على موقع بورصة البحرين: www.bahrainbourse.net

أنشئ سوق مسقط للأوراق المالية بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 53/88 بتاريخ 21 جوان 1988 بهدف إيجاد جهاز يتولى مهام تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وقد كان هذا الجهاز في بادئ الأمر تابع للحكومة وأوكل إليه مهمة الإشراف على التعاملات بالأوراق المالية وإستمر عمل السوق إلى غاية صدور المرسوم السلطاني السامي رقم 80/98 الذي ألغى مرسوم 53/88 المنشئ لسوق مسقط ليحل محلها جهازان هما¹:

أولاً- الهيئة العامة لسوق المال: هي هيئة رقابية مستقلة تقوم بالرقابة على أعمال السوق وشركة الإيداع المركزي والمتعاملين فيهما وتقوم كذلك بمنح التراخيص وتنظيم تداول الأوراق المالية.

ثانياً- سوق مسقط للأوراق المالية: نصت المادة (9) من القانون رقم 80/98 على أنه يتم تداول الأوراق المالية في سوق يسمى (سوق مسقط للأوراق المالية) ويتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية ويكون مقره مسقط. ومن بين متطلبات الإدراج في سوق مسقط للأوراق المالية:

- ألا يقل رأسمال المدفوع عن مليوني ريال عماني.
- أن تكون قد حققت أرباح خلال السنتين السابقتين لطلب الإدراج .
- الالتزام بإتفاقية الإدراج الصادرة عن السوق.

ثالثاً- شركة مسقط للمقاصة و الإيداع: وقد تأسست بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 82/98 في 25 فيفري 1998، حيث تمتلك سوق مسقط للأوراق المالية 40 في المائة من رأسمالها في حين تمتلك البنوك وشركات الوساطة الحصة الباقية.

9. سوق الخرطوم للأوراق المالية:

أنشئ سوق الخرطوم للأوراق المالية بموجب قانون سُمِّيَ بقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أُصِبر سنة 1994 حيث نص على أنه تنشئ في السودان سوق للأوراق المالية تسمى سوق الخرطوم للأوراق المالية ذات شخصية اعتبارية ولها الحق في التقاضي، مقرها مدينة الخرطوم ويجوز لها فتح فروع في ولايات أخرى وتهدف هذه السوق إلى²:

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.
- تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الإستثماري.
- تطوير وتنمية سوق الإصدارات.
- تطوير وتشجيع الإستثمار بالأوراق المالية والعمل على تنمية المناخ الملائم للإستثمار وقد بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة عند الإفتتاح 24 شركة وإرتفع عددها مع نهاية سنة 1995 إلى 34 شركة.

¹ - موقع سوق مسقط للأوراق المالية:

www.msm.gov.om

² - قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994، متوفر في موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية:

www.kse.com.sd

وقد عرفت هذه السوق عدة إصلاحات منذ تأسيسها إلى أنها لا زالت تحتاج لتطوير بنيتها القانونية و التنظيمية.¹

10. بورصة الجزائر :

تعتبر أصغر البورصات العربية وقد عرفت هذه البورصة أول جلسة للتداول في سبتمبر 1999 لتنتقل بعدها إنطلاقة متواضعة.²

وتُسيّر بورصة الجزائر من خلال كل من : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على الأوراق المالية.³

أولاً - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هي أعلى سلطة لتنظيم سوق القيم المنقولة الجزائرية وقد نصبت هذه الهيئة في فيفري 1996، حيث تتمتع هذه اللجنة بالاستقلالية الإدارية والمالية وتتولى مهمة تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة من خلال حماية المستثمرين والعمل على السير الحسن للتداولات داخل البورصة وتحقيق الشفافية.⁴ وحسب ما نص عليه القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 تشكل هذه الهيئة من: رئيس يعين لمدة 4 سنوات وستة أعضاء غير دائمين:

- قاض يعينه وزير العدل
- عضو يقترحه محافظ البنك المركزي.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- عضو يتم اختياره من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه ألمصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات و المحاسبين المعتمدين.

ثانياً - شركة تسيير بورصة القيم: تمثل بورصة القيم المنقولة الإطار القانوني للتعامل في الأوراق المالية من طرف المستثمرين داخل الجزائر وتعمل هذه الشركة تحت إشراف و رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وتتولى هذه الشركة مهمة وضع التنظيم العام وتوفير الآليات الضرورية للبورصة التي تسمح لها بإنجاز مهامها على أحسن وجه وتتولى وضع التدابير العامة لقبول إدراج الشركات في البورصة.⁵

¹ - عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص 222.

² - محمد بوطوبة، المتغيرات المفسرة لحركة بورصة الجزائر - دراسة تحليلية لثلاث سنوات متتالية 2008-2011 - ، الملتقى الوطني الأول حول عوالة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص 4.

³ - سامي مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 105.

⁴ - موقع بورصة الجزائر:

⁵ - سامي مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 112.

ويعين وزير المالية المدير العام لهذه الشركة والمسيرين الرئيسين لها بعد إستشارة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومن بين متطلبات الإدراج في بورصة الجزائر¹:

- أن يتجاوز رأسمال الشركة 100 مليون دينار جزائري.
- أن يمثل عدد الأوراق المالية المصدرة 20 في المائة على الأقل من رأسمالها الإجمالي.
- أن تتوزع الأوراق المتداولة على أكثر من 300 مساهم.
- أن تحقق المؤسسة أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع الطلب.

ثالثا - المؤتمر المركزي للأوراق المالية: أنشئت هذه الهيئة في سنة 2003 لمسك حسابات مصدري الأوراق المالية سواء تعلق الأمر بالدولة والجماعات المحلية أو شركات عمومية أو شركات الأسهم، والملاحظ على تنظيم بورصة الجزائر هو هيمنة الدولة على تسييرها وتنظيمها بالشكل الذي أبقى دورها ضعيفا وضيئلا رغم وجود طاقات هائلة من شأنها تشغيلها.²

11. بورصة قطر:

أنشئ سوق الدوحة للأوراق المالية (سابقا) بموجب قانون رقم 14 سنة 1995، حيث وضع هذا القانون الإطار الذي ينظم عمل السوق.

بدأ السوق رسميا عمله في سنة 1997 وقد كانت سوق الدوحة للأوراق المالية تمارس المهمتين الرقابية والتنفيذية وتشرف على التعاملات داخل البورصة إلى غاية 14 سبتمبر 2005، أين أصدر القانون رقم (33) لسنة 2005 والذي قضى بإنشاء كل من هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية ليفصل بذلك بينوظيفتين الرقابية والتنفيذية³، وقد نص هذا القانون في مادته الثانية على أن تُنشئ هيئة تسمى (هيئة قطر للأسواق المالية) تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلال المالي والإداري والصلاحيات الإشرافية والرقابية والتنظيمية اللازمة لممارسة مهامها، وتتبع هذه الهيئة مجلس الوزراء ويكون مقرها الدوحة.⁴

ونصت المادة (33) من نفس القانون: على أن تنشئ شركة مساهمة قطرية تسمى شركة سوق قطر للأوراق المالية وتهدف هذه الشركة إلى تنظيم الاستثمار في الأوراق المالية وتقديم خدمات إدارة الأسواق المالية والمقاصة وتسوية المعاملات والتسجيل والإيداع.

ومن بين متطلبات قبول إدراج الشركات في بورصة قطر:

- أن لا يقل رأسمال المكتتب به عن 40 مليون ريال قطري.

¹ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 229.

² - سامي مباركي، مرجع سبق ذكره، ص 113

³ - موقع بورصة قطر:

www.qe.com.qa

⁴ - المادة (2) من قانون رقم (33) لسنة 2005، المعدل بمرسوم بقانون رقم (14) لسنة 2007، بشأن هيئة قطر للأوراق المالية وشركة سوق قطر

www.qe.com.qa

للأوراق المالية، المتوفر على موقع البورصة قطر:

- أن لا تقل القيمة المدفوعة من القيمة الاسمية عن 50 في المائة عند طلب الإدراج.
 - الإلتزام بمتطلبات الإفصاح.
- وتقوم بورصة قطر بمهام المقاصة والإيداع والتسوية الخاصة بالمعاملات التي تتم داخل البورصة¹، وتمتلك بورصة قطر ثلاث أمناء حفظ مرخصين للقيام بأعمال أمانة حفظ الأوراق المالية للمستثمرين هم²:
- بنك اتش اس بي سي (HSBC).
 - بنك قطر الوطني (QNB).
 - بنك ستاندر تشار ترد - فرع قطر - (SCB).

تستخدم بورصة قطر نظام تداول الكتروني متطور، وقد بلغت القيمة السوقية لبورصة قطر 2.6 مليار دولار مع نهاية سنة 1997 وقد شهدت هذه القيمة إرتفاعات متتالية وعرفت البورصة تطورات متتابعة³.

12. بورصة فلسطين:

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية (سابقاً) سنة 1995، وبدأت أول جلساتها للتداول في 18 فيفري 1997، وقد أطلقت السوق هويتها الجديدة في جويلية 2010 لتعرف بإسم بورصة فلسطين وتعمل هذه البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأسمال الفلسطينية طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004 وتهدف هذه البورصة إلى توفير بيئة تداول آمنة ومواتية للإستثمار في الأوراق المالية، وتعتمد بورصة فلسطين منذ إنطلاقتها على أنظمة التداول والإيداع والتسوية الالكترونية⁴.

ويعد مركز الإيداع والتحويل أحد دوائر بورصة فلسطين ويعتبر حافظاً ومستودعاً لإيداع وحفظ الأوراق المالية كما يعتبر هذا المركز متمماً لسلسلة التداول الإلكتروني في بورصة فلسطين حيث تنعكس الصفقة المنفذة في نظام التداول على نظام مركز الإيداع والتحويل الإلكتروني خلال 30 ثانية فقط⁵.

وقد برهنت بورصة فلسطين على مرونتها العالية في التأقلم مع المعوقات السياسية والإقتصادية التي تعرضت لها، وتم في سنة 1999 الإعتماد على خدمات بنك (HSBC) الشرق الأوسط كحافظ للأوراق المالية، ونتيجة لذلك يبقى على المستثمرين الأجانب الراغبين في الإستثمار داخل بورصة فلسطين توقيع إتفاقية حفظ مع هذا البنك ليتم من خلالها الإحتفاظ بأوراقهم المالية لدى هذا البنك بدل إحتفاظهم بها عند الشركة العضو (الوسيط) التي تم من خلالها التعامل.

¹ - بورصة قطر، قواعد التعامل في بورصة قطر، اوت 2010، ص 51

² - للمزيد من المعلومات حول أمناء حفظ الأوراق المالية في بورصة قطر انظر:

موقع بورصة قطر:

³ - عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص 216

⁴ - موقع بورصة فلسطين:

⁵ - بورصة فلسطين، قواعد بورصة فلسطين، نظام الإدراج، جانفي 2013.

- ومن بين متطلبات الإدراج في بورصة فلسطين داخل السوق الأولى:
- ألا يقل رأسمال الشركة المكتتبه عن 10 مليون دولار أمريكي.
- أن يكون رأسمال مدفوعاً بالكامل.
- ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 150 مساهم.
- ألا يقل عدد الأسهم المصدرة عن 100000 سهم.

13. بورصة الإمارات:

لقد أنشئت هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع بموجب قانون إتحادي رقم (4) لسنة 2000 حيث نصت المادة الثانية من هذا القانون والمتعلقة بتأسيس الهيئة وأغراضها وصلاحياتها على: (أن تنشأ في عاصمة الدولة هيئة عامة تسمى "هيئة الأوراق المالية والسلع" تتمتع بالشخصية الاعتبارية والإستقلال المالي والإداري وبصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها)، وقد نصت المادة (20) من نفس القانون على أن تنشأ في الدولة أسواق لتداول الأوراق المالية والسلع وتكون كل سوق على شكل مؤسسة عامة محلية أو شركة مساهمة عامة ترخص من الهيئة ويشترط الربط الإلكتروني المتبادل على مستوى الدولة ببقية الأسواق.¹

وقد افتتحت سوق دبي المالي في مارس 2000، ليبلغ في نهاية سنة 2000 عدد الشركات المدرجة به 11 شركة في حين افتتحت سوق أبو ظبي للأوراق المالية في نوفمبر 2000 وقبل أن تتم هذه السوق ستة أشهر من إفتتاحها أُدرجت بها 12 شركة²، ومن بين متطلبات الإدراج في أسواق الإمارات³:

- ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 25 مليون درهم إماراتي أو 35 في المائة من رأسمال المكتتب فيه أيهما أعلى.
- أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية قبل سماح بتداول أسهمها في السوق.
- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين.

وقامت الهيئة بالربط بين كل من سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية كما أصدرت مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية والذي يعبر عن أداء حركة الأسعار في كل من السوقين.⁴

¹ - قانون الإتحادي رقم (4) لسنة 2000 المتعلق بهيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية، متوفر على موقع سوق الإمارات العربية المتحدة

<http://esm.sca.ae/>

² - عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية، مرجع سبق ذكره، ص 220.

³ - قرار مجلس الوزراء رقم (12) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية و السلع المادة (6)، متوفر على موقع سوق الإمارات

<http://esm.sca.ae/>

العربية المتحدة:

<http://esm.sca.ae/>

⁴ - سوق الإمارات للأوراق المالية :

كما ضبطت الهيئة شروط الإفصاح ونشر البيانات من خلال إلزام الشركات بتقديم قوائمها المالية الربع سنوية إضافة إلى القائمة المالية السنوية.

14. بورصة بيروت:

لقد ظلت بورصة بيروت تخضع لوقت طويل لإشراف وزارة المالية، في حين كان يقوم مصرف لبنان (البنك المركزي) بدور الهيئة التنظيمية لها، غير أنه بعد أن صدر قانون الأسواق المالية (قانون رقم 161 بتاريخ 2011/8/17)¹، أنشئت هيئة وطنية للأسواق المالية تسمى بموجب هذا القانون "هيئة الأسواق" حيث تعتبر شخصاً معنوياً يتمتع بالإستقلال الإداري والمالي ويكون مركزها في مدينة بيروت، تخضع لإشرافها جميع البورصات التي تنشئ في لبنان، وتهدف هذه الهيئة لضمان سلامة الإيداع الموظف في الأدوات المالية وتشجيع على إنشاء بورصات في لبنان.

وقد فتحت المادة السابعة والعشرون من هذا القانون المجال أمام إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل لبنان وفقاً لنظام خاص تضعه الهيئة وتحدد فيه شروط التأسيس وشروط تعيين أعضاء مجالس الإدارة للبورصات والأصول والقواعد التي يتعين عليهم العمل بمقتضاها، وتؤدي هذه البورصات مهامها بالشكل الذي يضمن إرساء أسواق عادلة نظامية وشفافة وأن تزود "هيئة الأسواق" بجميع المعلومات حول الأدوات المالية المدرجة في هذه البورصات بالإضافة إلى كافة التقارير التي تحددها "هيئة الأسواق"، كما تنشر جميع المعلومات والمؤشرات والمعدلات اليومية والدورية المتعلقة بأعمالها في وسائل الإعلام، بما في ذلك الموقع الإلكتروني التابع للبورصة، أما فيما يخص هيئة التسوية والمقاصة بين المتعاملين في هذه البورصات فقد منح ترخيص هذه العملية إلى "ميدكلير".

غير أن بورصة بيروت تعاني من العديد من العوائق التي تحد من قدرتها على التطور ونمو حيث تعتبر الصراعات السياسية ونظام الحصص بين الطوائف أهم العوائق أمام تعيين أعضاء الهيئة وقد أجل تنصيبها أكثر من مرة.

15. سوق دمشق للأوراق المالية:

تعتبر سوريا حديثة العهد ببورصات الأوراق المالية حيث تأسست هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بموجب القانون رقم 22 الصادر سنة 2005 كجهة منظمة مرتبطة برئيس مجلس الوزراء، تتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالإستقلال المالي والإداري ويكون مقرها دمشق، وتهدف هذه الهيئة إلى الإشراف والرقابة على قطاع الأوراق المالية والفعاليات المتعلقة بها.

¹ - قانون الأسواق المالية، قانون رقم 161 الصادر بتاريخ 2011/8/17، الجمهورية اللبنانية، تاريخ الاطلاع 2012/12/12، متوفر على الموقع

أما سوق دمشق للأوراق المالية فقد تأسس بموجب المرسوم التشريعي رقم (5) الصادر في أكتوبر 2006، الذي نص على إنشاء سوق للأوراق المالية في سورية، تعرف بإسم (سوق دمشق للأوراق المالية) ، وقد ونص هذا المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والإستقلال المالي والإداري، و ترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، و يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق، كما نص قانون السوق على أنه يجوز بقرار من مجلس الوزراء تحويل السوق إلى شركة مساهمة، مملوكة من قبل أعضاء السوق عند توفّر المناخ الملائم لذلك، مع بقائها خاضعة لإشراف الهيئة.¹

ويدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يُعَيَّنُ ويُقَرَّرُ من رئيس مجلس الوزراء، بناءً على إقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

ويشترط لقبول إدراج أسهم الشركات في السوق النظامية السورية توفر الشروط التالية²:

- مضي مدة ثلاث سنوات على الأقل من تاريخ بدء الإنتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.
- أن لا يقل رأس مال الشركة عن 300 مليون ليرة سورية، أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
- أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 300 مساهم.
- أن تكون الشركة قد حققت ربحاً صافياً في آخر سنتين ماليتين، وأن لا يقل هذا الربح في أي من هاتين السنتين عن 5 في المائة من رأس مال الشركة.
- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن عشرين بالمئة.

وتتم عمليات التسوية و المقاصة والحفظ المركزي عن طريق مصرف سوريا المركزي، بحيث يتوجب على الوسطاء القيام بعمليات تسوية صافي حساب معاملاتهم عن طريقه.³

¹ - موقع سوق دمشق للأوراق المالية

² - المادة (3)، نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، متوفر على موقع السوق:

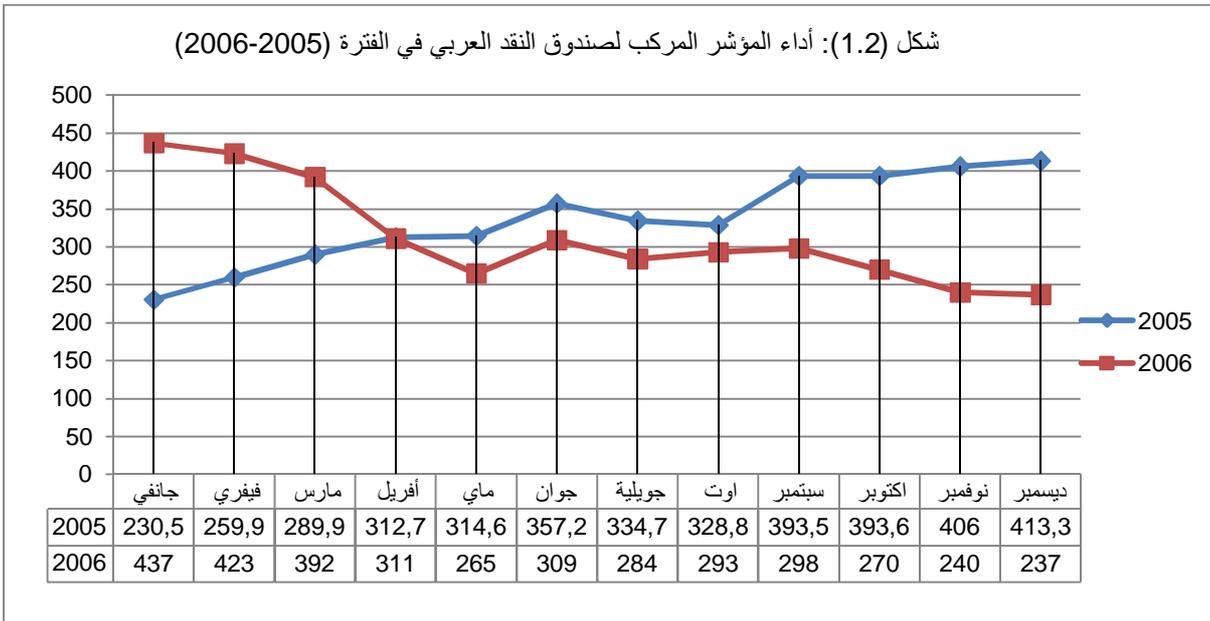
³ - موقع سوق دمشق للأوراق المالية:

المطلب الثالث: تقييم أداء البورصات العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي خلال الفترة (2005 - سبتمبر 2012)

سنحاول من خلال هذا المطلب تقييم أداء البورصات العربية للوقوف على درجة تطور البورصات العربية ولنبرز الأهمية النسبية لكل بورصة من البورصات العربية خلال الفترة (2005 - سبتمبر 2012).

- تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (2006-2005):

أولاً - أداء مؤشر المركب لصندوق النقد العربي:



المصدر: - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2006، ص 135

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2007، ص 144

أ. أسباب الإنخفاضات والإرتفاعات:

(1) في سنة 2005 (الأداء الجيد): وأصلت أسواق الأوراق المالية العربية أدائها الجيد في سنة 2005

لـ تـ سـ تـ كـ لـ بذلك أدائها التصاعدي الذي إتخذته في السنتين السابقتين مدعومة بعدة عوامل أهمها:

- الزيادة في السيولة المحلية الناجمة عن الإرتفاع المستمر في الإيرادات النفطية والتي واكبتها موجة

إكتتابات في أسواق الأوراق المالية العربية.

-أثار الإصلاحات الإقتصادية الإيجابية على النشاط الاقتصادي والتجاري في بعض الدول العربية

بالشكل الذي عزز أداء الشركات المدرجة في البورصات المحلية.¹

¹ - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2006، ص 134.

وقد سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في نهاية سنة 2005 أعلى رقم له منذ تأسيسه حيث بلغ 413.3 نقطة بإرتفاع بلغ نسبة 91.6 بالمئة عن ما سجله خلال نفس الفترة في سنة 2004 أين سجل 215.7 نقطة.¹

(2) في سنة 2006 (الإنخفاض الشديد): أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي إنخفاض شديداً خلال سنة 2006 بلغ حوالي 42 بالمائة ليصل إلى 237 نقطة في نهاية سنة 2006 عن ما شهدته خلال نفس الفترة من السنة الماضية أين سجل 413.3 نقطة.²

ويعزى هذا التراجع في أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بأن أغلب البورصات العربية شهدت أداءً قياسيًّا ما كان سببه في كثير من الأحيان المضاربات المفرطة، والتي وصلت بأسعار الأسهم إلى مستويات مرتفعة لتتسع بذلك الفجوة بين قيمتها الحقيقية وقيمتها السوقية لذلك فقد عرفت البورصات العربية حركة تصحيحية في أسعار الأسهم.

ب. مقارنة أداء مؤشرات البورصات العالمية مع البورصات العربية:

(1) في سنة 2005: مقارنة مع الإرتفاع الكبير الذي شهدته المؤشرات في البورصات العربية، جاء أداء المؤشرات في البورصات الأمريكية متواضعا جدا خلال سنة 2005 حيث إرتفع مؤشر نازداك بنحو 2.9 في المائة وإرتفع مؤشر داو جونز بنحو 1.2 في المائة ومؤشر ستاندرأند بورز بنحو 4.7 في المائة فقط. أما بقية البورصات العالمية وبالرغم من أن أدائها كان أفضل من أداء البورصات الأمريكية إلى أنه ظل منخفضاً قياساً بما حققته المؤشرات في البورصات العربية فقد إرتفع مؤشر فوتسي بحوالي 18.2 في المائة وإرتفع مؤشر نيكاي بنحو 33.3 في المائة.³

(2) في سنة 2006: إنخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة كبيرة بلغة 42 في المائة وقد جاء أداءه مغايراً للأداء الجيد الذي سجلته معظم المؤشرات في البورصات العالمية والبورصات الناشئة خصوصاً حيث سجل مؤشر ستاندر أند بورز الخاص بالأسواق الناشئة إرتفاعاً بلغ 13 في المائة.

ثانياً - الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال الفترة (2005-2006):

أ. القيمة السوقية: عرفت البورصات العربية إرتفاعاً كبيراً في قيمتها السوقية مع نهاية سنة 2005 حيث بلغت نسبة هذا الإرتفاع حوالي 107.2 في المائة لتصل إلى حوالي 1290 مليار دولار، بعد أن كانت قيمتها

¹ - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2005، ص 17.

² - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2007، ص 134.

³ - إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية: إنعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، سلسلة الدراسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2009، ص 6.

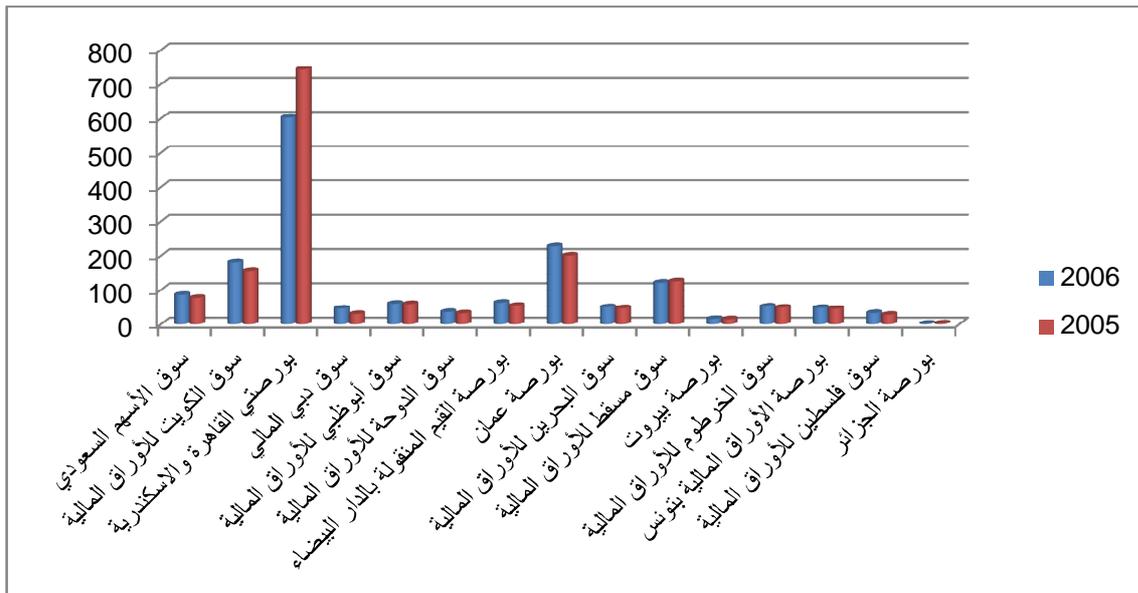
الإجمالية خلال نفس الفترة من السنة السابقة تقدر بحوالي 622.4 مليار دولار، ويخفي هذا الارتفاع الإجمالي التفاوت في أداء البورصات العربية كل على حدى ومدى مساهمتها في هذا الارتفاع، حيث سجل أكبر ارتفاع في القيمة السوقية عند بورصة دبي أين بلغ هذا الارتفاع ما نسبته 219.9 في المائة وقد تلاه سوق أبو ظبي للأوراق المالية الذي سجل ارتفاع بنسبة 138.6 في المائة من قيمته السوقية واحتلت المرتبة الثالثة من حيث الارتفاعات في القيمة السوقية بورصة قطر بإرتفاع بلغ نسبة 115.5 بالمائة.¹

ومع نهاية سنة 2006 عرفت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية مجتمعنا تراجعاً بلغ نسبة 31.16 في المائة حيث أصبحت القيمة السوقية للبورصات العربية تقدر بحوالي 888 مليار دولار بعد أن بلغت خلال نفس الفترة من السنة السابقة 1290 مليار دولار.

ب. عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية: ارتفع عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية مع نهاية سنة 2005 إلى 1665 شركة أي بنسبة 4.25 بالمائة عن ما كان عليه الأمر في السنة السابقة خلال نفس الفترة أين كان يقدر بحوالي 1597 شركة، ويمثل عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية حوالي 40 في المائة من إجمالي عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية. وقد شهد عدد الشركات إنخفاض بسيطاً في نهاية سنة 2006 ليصل إجمالي عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية إلى 1623 شركة.

شكل (2.2): يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة

(2006-2005)



المصدر: علي لطفى، الإستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، بحوث ودراسات الجامعة العربية، 2009، ص 239

¹ - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2006، ص 135.

ج. نشاط التداول : بلغت أحجام التداول داخل البورصات العربية خلال سنة 2005 حوالي 1435 مليار دولار مسجلة إرتفاعا كبيرا بلغ نسبة 152.5 في المائة عن ما سجلته من تداولات خلال سنة 2004 والتي بلغت حوالي 568.3 مليار دولار وقد عرف سوق دبي المالي أعلى إرتفاع في حجم التداولات والتي بلغت نسبة 703.1 في المائة وقد تلاه سوق أبوظبي للأوراق المالية بإرتفاع بلغ نسبة 540.7 في المائة ثم بورصة بيروت 367.2 في المائة والسوق المالية السعودية بنسبة 133.3 في المائة وتشكل هذه الأسواق مجتمعة ما نسبته 67.9 في المائة من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة داخل البورصات العربية.¹

وقد شهدت أحجام التداولات داخل البورصات العربية خلال سنة 2006 إرتفاعا طفيفا بلغ نسبة 17.35 في المائة عن ما سجله خلال سنة 2005 ليصل حجم التداولات داخل البورصات العربية خلال سنة 2006 إلى 1684 مليار دولار وفيما يلي جدول يوضح تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2005-2006).

¹ - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2006، ص 136.

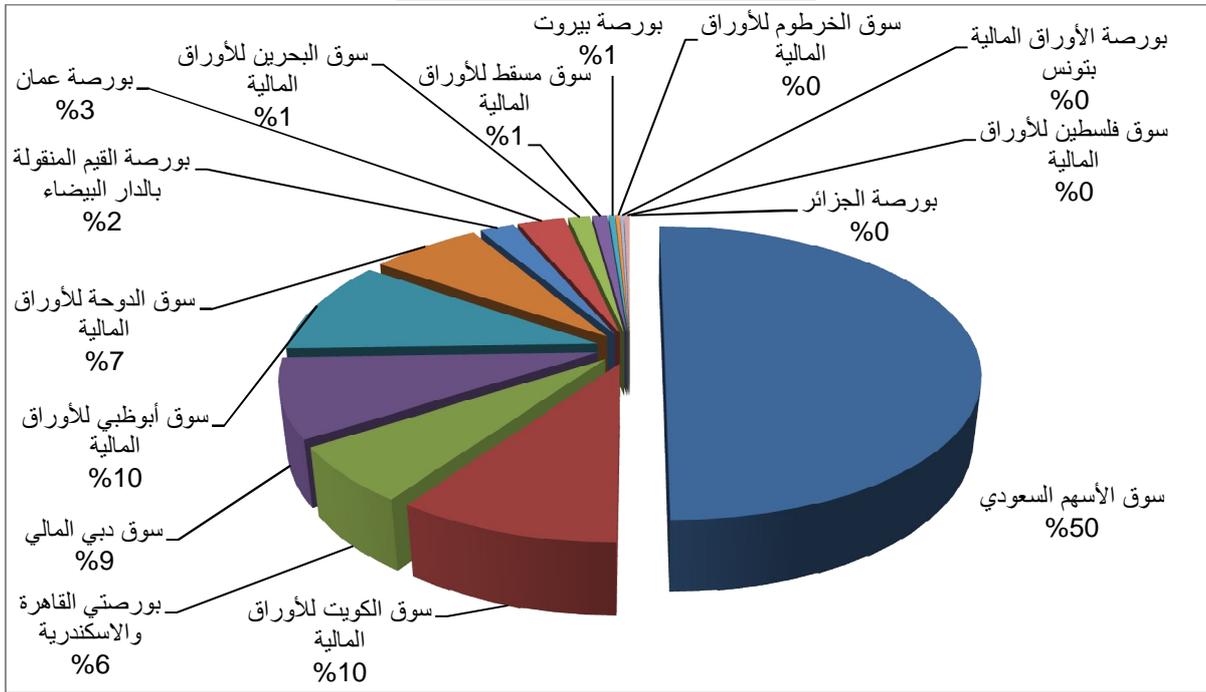
الجدول (1.2) : تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2005-2006)

الشركات	عدد		عدد الأسهم المتداولة		قيمة التداول		القيمة السوقية		الدولة
	2006	2005	(مليون سهم) 2006	2005	(مليون دولار) 2006	2005	(مليون دولار) 2006	2005	
86	77	54439.7	12281.33	1402942	1103582.8	326852	646121	سوق الأسهم السعودي	
180	156	37658	52201.34	59600.2	97289.6	105951	123893	سوق الكويت للأوراق المالية	
603	744	9013.2	5310.2	48954	27720.4	93496	79508	بورصتي القاهرة والاسكندرية	
46	30	39643.8	25541.71	94735.5	110304.3	86895	111993	سوق دبي المالي	
60	59	11296.1	8316.57	19221.6	28505.8	80745	132413	سوق أبوظبي للأوراق المالية	
36	32	2428.4	1033.08	20584.9	28252.3	60905	87143	سوق الدوحة للأوراق المالية	
63	54	178.7	438.75	9109.9	7859.3	49415	27274	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	
227	201	4267.9	2582.62	21616.3	23806.4	29730	37639	بورصة عمان	
50	47	727.6	458.31	1386.9	711.1	21122	17364	سوق البحرين للأوراق المالية	
121	125	922.2	452.23	2214.4	3320.4	13037	12062	سوق مسقط للأوراق المالية	
16	15	134.8	89.74	2031.9	923.4	8304	4917	بورصة بيروت	
52	49	7582.9	1730.51	969.1	504.5	4624	3242	سوق الخرطوم للأوراق المالية	
48	45	56	41.43	563.3	528.8	4222	2821	بورصة الأوراق المالية بتونس	
33	28	232.7	369.89	1067.3	2103	2859	4457	سوق فلسطين للأوراق المالية	
2	3	0.06	0.01	0.3	0.0	96	91	بورصة الجزائر	
1623	1665	168582.06	110847.72	1684997.6	1435412.1	888253	1290938	الاجمالي	

المصدر : علي لطفي، الاستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، مرجع سبق ذكره، ص239.

شكل (3.2): يوضح الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2005

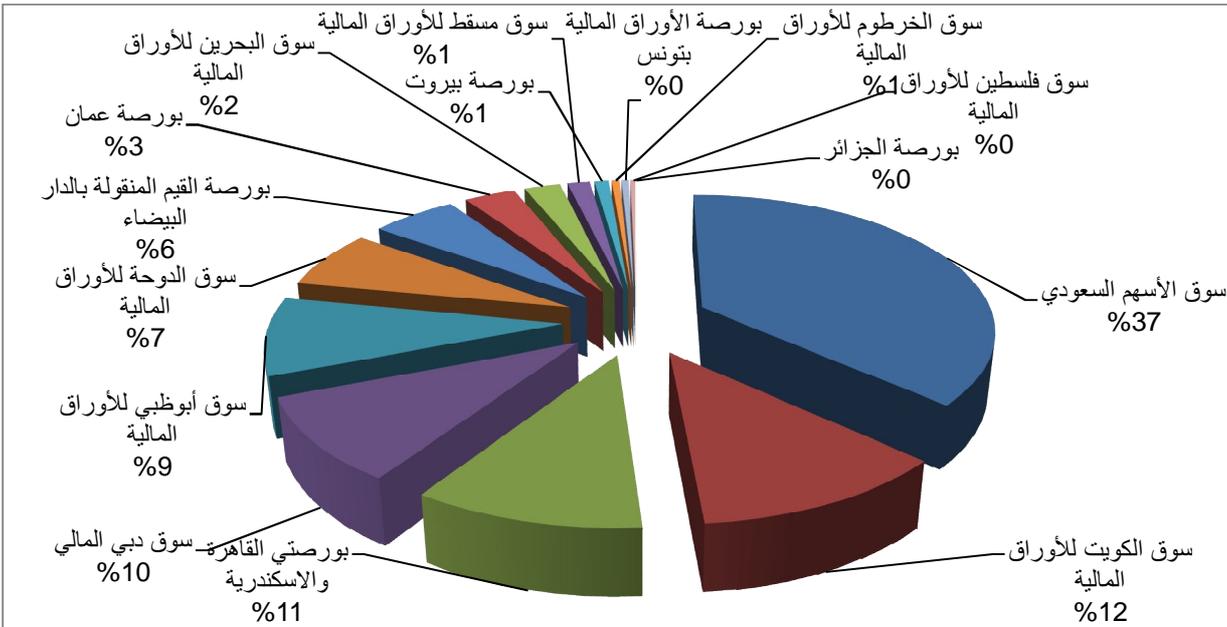
(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (1.2)

شكل (4.2): يوضح الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2006

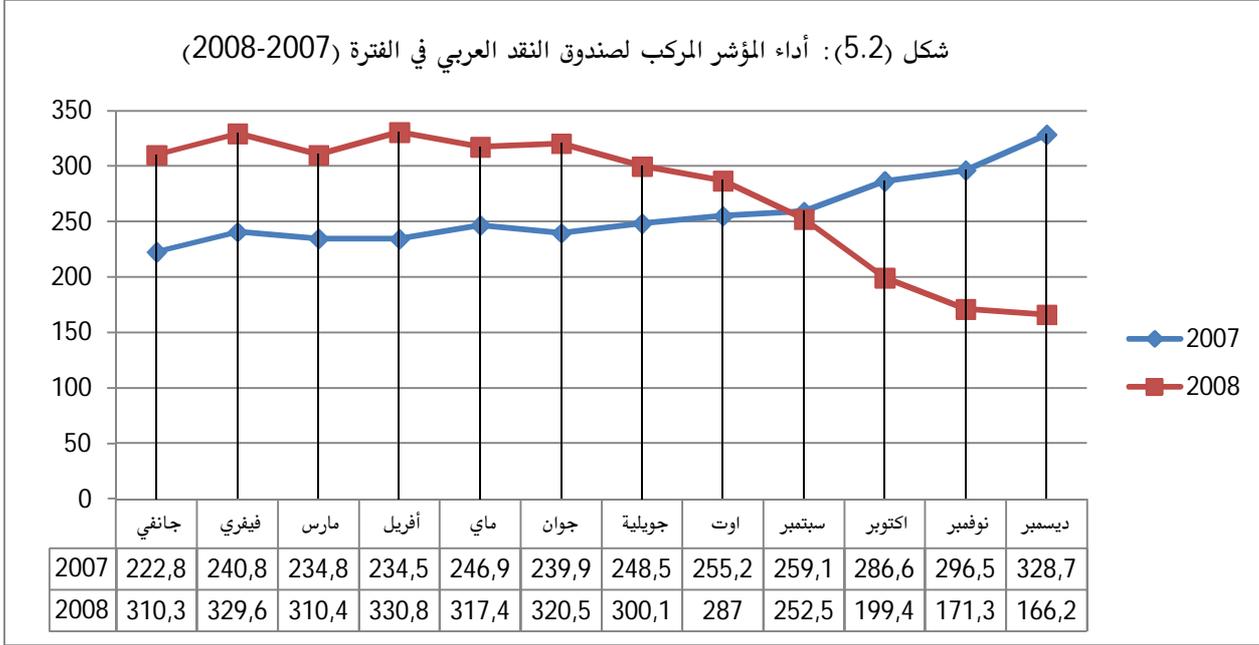
(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (1.2)

- تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (2007 - 2008):

أولاً - أداء مؤشر المركب لصندوق النقد العربي:



المصدر : - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2008، العدد 56، ص 7.
- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2007، العدد 52، ص 7.

أ. أسباب الانخفاضات و الارتفاعات :

(1) في سنة 2007 (التحسن في أداء المؤشر): لقد شهد المؤشر المركب لصندوق النقد العربي إرتفاع في أدائه بلغ نسبة 38.3 في المائة مع نهاية سنة 2007 ليصل إلى 328.7 نقطة بعد أن سجل خلال نفس الفترة من السنة الماضية 237.3 نقطة.¹
وقد عكس هذا الإرتفاع التحسن في أداء معظم البورصات العربية خصوص بعد الإنخفاض الكبير الذي شهدته البورصات العربية خلال سنة 2006.

(2) في سنة 2008 (الإنخفاض الكبير في أداء المؤشر): سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي مع نهاية سنة 2008 إنخفاضا كبيرا بلغ نسبة 49.5 في المائة ليصل إلى 166.2 نقطة مقارنة مع حقيقه في نفس الفترة خلال السنة السابقة ويعود هذا الإنخفاض إلى تراجع في أداء معظم البورصات العربية

¹- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، العربية النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2007، العدد 52، ص 7.

على أعقاب الأزمة المالية العالمية قد خسرت البورصات العربية مجتمعةً ما على إثرها حوالي 569 مليار دولار من قيمتها السوقية.¹

ب. مقارنة أداء مؤشرات البورصات العالمية مع البورصات العربية خلال الفترة (2007-2008):

(1) في سنة 2007: لقد جاء أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي أفضل من الأداء الذي حققته معظم مؤشرات البورصات الناشئة والعالمية فقد سجل مؤشر ستاندر اند بورز إرتفاع بنسبة 3.8 في المائة في حين إرتفع مؤشر فوتسي بنحو 3.8 في المائة وقد تراجع مؤشر نيكاي بنسبة 11 في المائة.²

(2) في سنة 2008: شهد المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعاً أعلى من نسب التراجع التي شهدتها أغلب البورصات العالمية والناشئة فقد سجل مؤشر ستاندر أند بورز إنخفاض بنسبة 38.5 في المائة في حين أظهر مؤشر فوتسي إنخفاضا بنحو 31.3 في المائة وتراجع مؤشر نيكاي بنحو 42.1 في المائة.

ثانياً - الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال الفترة (2007 - 2008):

أ. القيمة السوقية :

إرتفعت القيمة السوقية للبورصات العربية مجتمعة خلال سنة 2007 إلى مستويات قياسية حيث بلغت نسبة إرتفاعها 50.6 في المائة لتصل إلى نحو 1338 مليار دولار مع نهاية سنة 2007 وقد بلغت القيمة السوقية للبورصات العربية في نهاية سنة 2006 حوالي 888 مليار دولار. وعرفت القيمة السوقية للبورصات العربية خلال سنة 2008 إنخفاضا شديداً بلغت نسبته حوالي 42.5 في المائة لتصل إلى ما قيمته 769 مليار دولار أي عن خسائر تقدر بحوالي 569 مليار دولار من إجمالي القيمة السوقية للبورصات العربية، وقد بلغت نسبة الإنخفاض في القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي حوالي 52.5 في المائة وفي سوق دبي المالي 54.3 في المائة وفي سوق الكويت للأوراق المالية 41.8 في المائة.

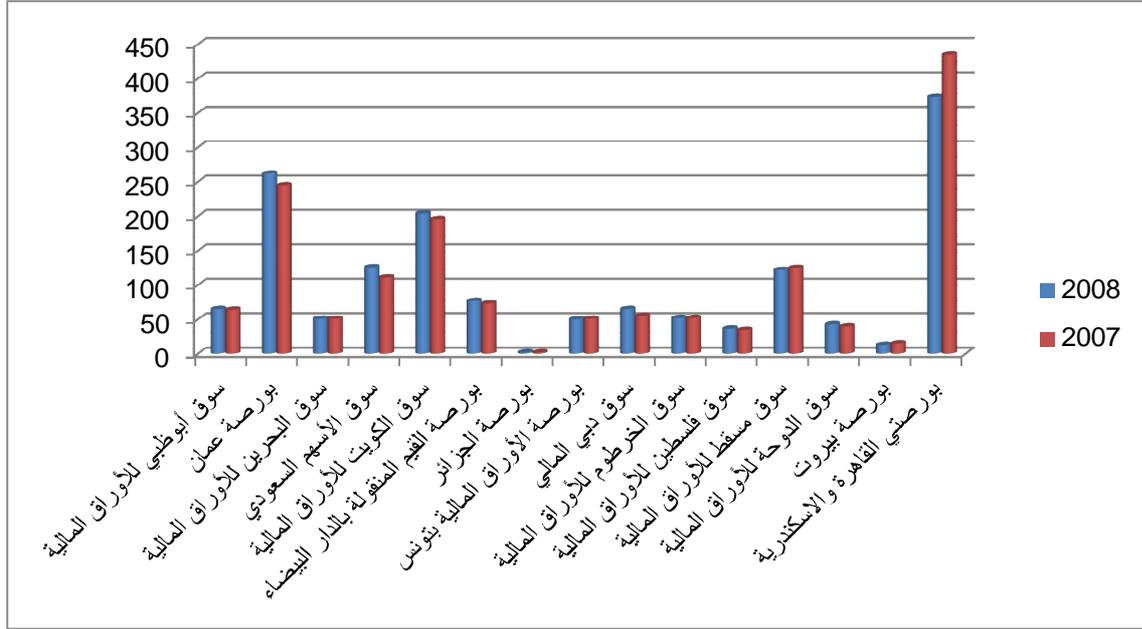
ب. عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية :

إنخفض عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال سنة 2007 ليلعب عددها 1550 شركة مقارنة بعدد الشركات التي كانت مدرجة في البورصات العربية خلال سنة 2006 والتي بلغ عددها حوالي 1623. وقد شهدت سنة 2008 إنخفاضا طفيفا في عدد الشركات ليصل عددها إلى نحو 1542 شركة مع نهاية سنة 2008.

¹ - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، العربية النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2008، العدد 56، ص 7.

² - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2007، العدد 52، ص 8.

شكل (6.2) : يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة (2007 - 2008)



المصدر : - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2008، العدد 56، ص 7.
- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2007، العدد 52، ص 8.

ج. نشاط التداول :

لقد عرفت أحجم التداولات داخل البورصات العربية خلال سنة 2007 تراجعاً بلغ نسبة 34.2 ليصل إلى حوالي 1108 مليار دولار بعد أن سجل خلال السنة السابقة حجم تداولات بلغ 1684 مليار دولار ويعود هذا الإنخفاض أساساً إلى إنخفاض حجم التداولات في ثلاث بورصات عربية رئيسية هي سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية، وسوق دبي المالي وتمثل هذه الأسواق مجتمعة ما نسبته 82 في المائة من حجم التداولات داخل البورصات العربية ويمثل سوق الأسهم السعودي لوحده حوالي 61 في المائة من إجمالي حجم التداولات في البورصات العربية.¹

وقد شهدت سنة 2008 تراجعاً في حجم التداولات داخل البورصات العربية بلغ نسبة 9.9 في المائة عن ما حققه خلال سنة 2007 لينخفض بذلك حجم التداولات داخل البورصات العربية إلى 997 مليار دولار.²

¹ - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2007، العدد 52، ص 9.

² - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2008، العدد 56، ص 9.

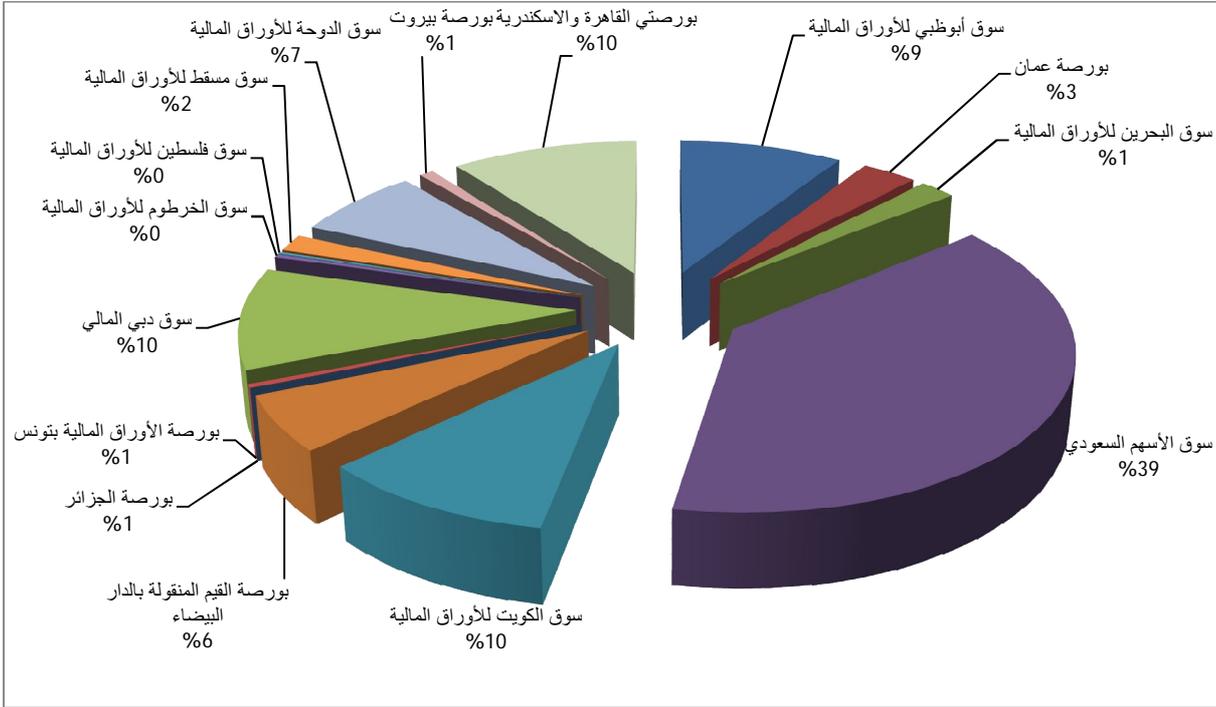
الجدول رقم (2.2): تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2007-2008)

الدرجة	عدد الشركات	عدد الاسهم المتداولة (مليون)		قيمة التداول (مليون دولار)		القيمة السوقية (مليون دولار)		الدولة
		2008	2007	2008	2007	2008	2007	
65	64	49908	52067	63114	47746	68810	121128	سوق أبوظبي للأوراق المالية
262	245	5442	4479	28677	17424	35844	41233	بورصة عمان
51	51	1676	851	2088	1069	19947	27016	سوق البحرين للأوراق المالية
126	111	58831	57886	523129	682287	246337	518984	سوق الأسهم السعودي
204	196	80851	70417	133650	130896	70181	135362	سوق الكويت للأوراق المالية
77	73	223.71	262.05	14077	22009	65748	75495	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
2	2	0.0496	0.0354	0.31302	0.207	92	97	بورصة الجزائر
50	51	172.84	69.65	1689	727	6304	5339	بورصة الأوراق المالية بتونس
65	55	76508	105257	83096	103297	63099	138179	سوق دبي المالي
52	52	282	9410	543	893	3804	4931	سوق الخرطوم للأوراق المالية
37	35	339	301	1235	817	2124	2474	سوق فلسطين للأوراق المالية
122	125	4197	2742	8686	5211	15139	23086	سوق مسقط للأوراق المالية
43	40	3894	3411	48220	29927	76627	95505	سوق الدوحة للأوراق المالية
13	15	105.52	114.96	1710	994	9609	10894	بورصة بيروت
373	435	22,151	15,752	87,958	64,772	85,923	138,828	بورصتي القاهرة والإسكندرية
1542	1550	304581	323020	997872	1108070	769588	1338551	الإجمالي

المصدر : - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2008، العدد 56، ص 83.
- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2007، العدد 52، ص 83.

شكل (7.2) : يوضح الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2007

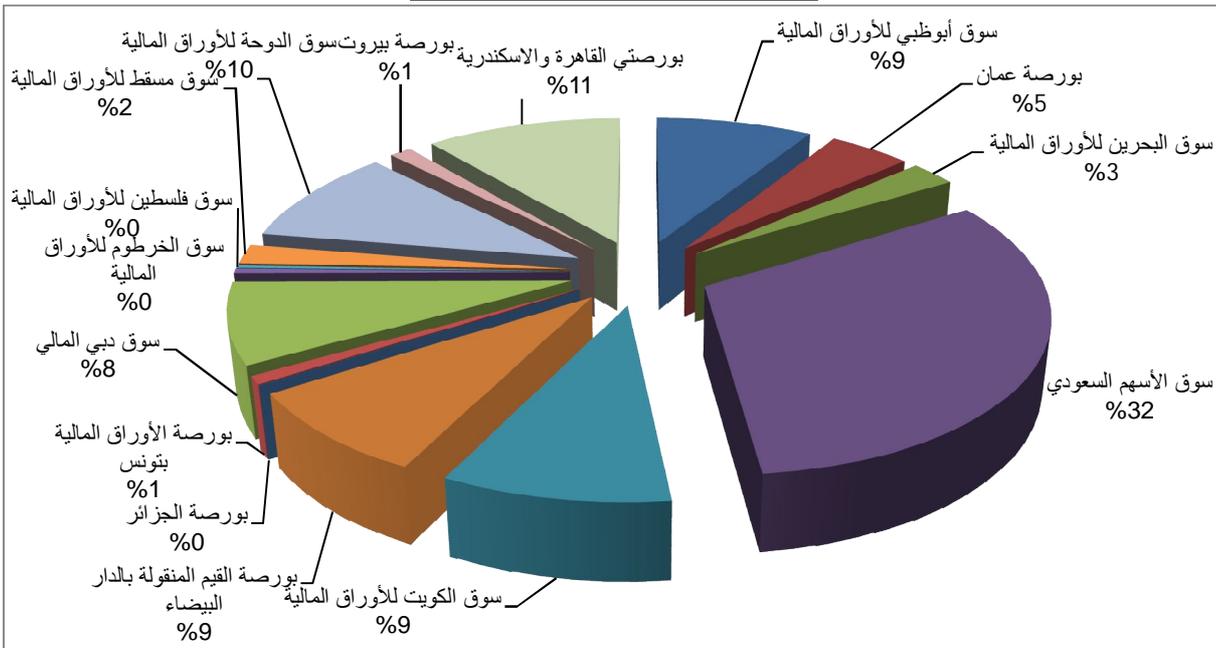
(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على الجدول رقم (2.2)

شكل (8.2) : يوضح الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2008

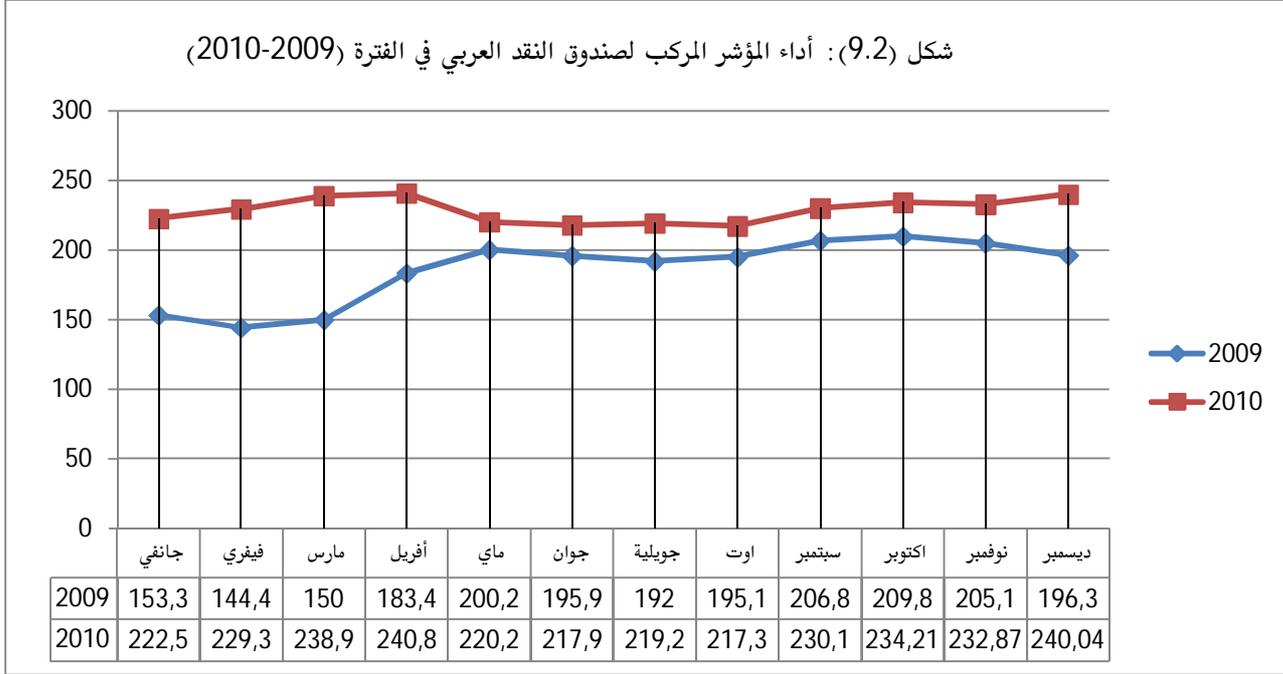
(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على الجدول رقم (2.2)

- تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (2009 - 2010):

أولاً - أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي:



المصدر:- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2009، العدد 60، ص 11.
- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2010، العدد 63، ص 6.

أ. أسباب الانخفاضات و الارتفاعات :

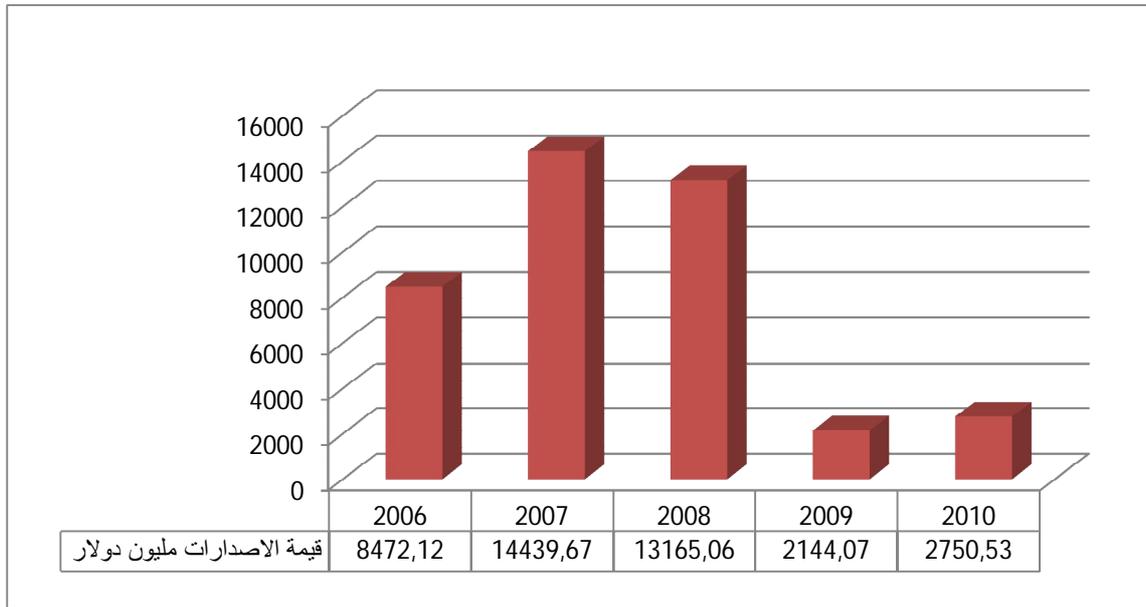
(1) في سنة 2009: إرتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 18.1 في المائة ليصل إلى حوالي 196.3 نقطة مع نهاية سنة 2009 ذلك بعد أن سجل هذا المؤشر خلال نفس الفترة من السنة السابقة 166.2 نقطة ويعكس هذا الأداء بداية تعافي البورصات العربية من آثار الأزمة المالية العالمية غير أن هذا التحسن في الأداء لم يعوض بعد الخسائر التي منيت بها البورصات العربية بسبب هذه الأزمة.¹

(2) في سنة 2010: تواصل المنحى التصاعدي التدريجي الذي إتخذه المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنة 2010 ليصل إلى 240 نقطة إلا أن أدائه ظل بعيدا عن المستويات التي حققها قبل الأزمة ويعكس هذا التحسن في الأداء مواصلة تعافي البورصات العربية من آثار الأزمة، ولعل من أبرز مظاهر التعافي عودة تدفقات الإستثمار الأجنبية إلى البورصات العربية في الربع الرابع لسنة 2010 بعد قطيعة

¹- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2009، العدد 60، ص 7.

بدأت في منتصف سنة 2008، كما عرفت أسواق الأوراق المالية العربية تحسن ملحوظا في نشاط الإصدارات الأولية والذي يعكس تحسن ثقة المستثمرين حيث إرتفع عدد الإصدارات في الدول العربية خلال سنة 2010 إلى 27 إصدار بقيمة إجمالية بلغت 2750 مليون دولار مقابل 17 إصدار بقيمة 2144 مليون دولار خلال السنة السابقة.

شكل (10.2): يوضح تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية
(2010-2006)



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2011، ص 140.

ب. مقارنة أداء مؤشرات البورصات العالمية مع البورصات العربية خلال الفترة (2010 - 2009):

(1) في سنة 2009:

رغم التحسن الذي عرفه أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي عرف إرتفاع بلغ نسبة 18.1 في المائة مع نهاية سنة 2009 إلى أن أدائه ظل أقل من تلك الإرتفاعات التي عرفتها مختلف المؤشرات في البورصات العالمية والناشئة على حد سواء فقد إرتفع مؤشر ستاندر أند بورز بنسبة 23 في المائة وإرتفع مؤشر فوتسي بنحو 22.1 في المائة.¹

¹ - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2009، العدد 60، ص 7.

(2) في سنة 2010 :

إستمر التحسن التدريجي في أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي غير أن هذا التحسن كان بسيطاً وبعيداً عن ماحققته مختلف مؤشرات البورصات العالمية والناشئة والتي إقترب مستوى أدائها من تلك المستويات التي عرفتها قبل الأزمة المالية العالمية.¹

ثانياً - الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال الفترة (2009 - 2010):

أ. القيمة السوقية: إرتفعت القيمة السوقية لإجمالي البورصات العربية في نهاية سنة 2009 بنسبة 17.4 في المائة لتصل إلى حوالي 903.428 مليار دولار مقارنة مع ما حققته خلال نفس الفترة من السنة الماضية أين حققت 769.588 مليار دولار لتستعيد بذلك البورصات العربية مجتمعة حوالي 133.8 مليار دولار من خسائرها خلال الأزمة المالية العالمية.²

وفي سنة 2010 عرفت القيمة السوقية للبورصات العربية إرتفاع بلغ نسبة 8.9 في المائة لتصل مع نهاية سنة 2010 إلى حوالي 983.754 مليار دولار ، وللمقارنة فقد بلغت نسبة نمو القيمة السوقية لإجمالي البورصات في العالم خلال سنة 2010 حوالي 14.9 في المائة.³

ب. عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية : إنخفاض عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال سنة 2009 إلى حوالي 1495 شركة مقابل 1542 شركة كانت مدرجة في سنة 2008 ويعود سبب هذا الإنخفاض أساساً إلى قيام السلطات في البورصة المصرية بشطب العديد من الشركات إضافة إلى إنخفاض في عدد الشركات الجديدة .
وقد بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية مع نهاية سنة 2010 حوالي 1441 شركة .

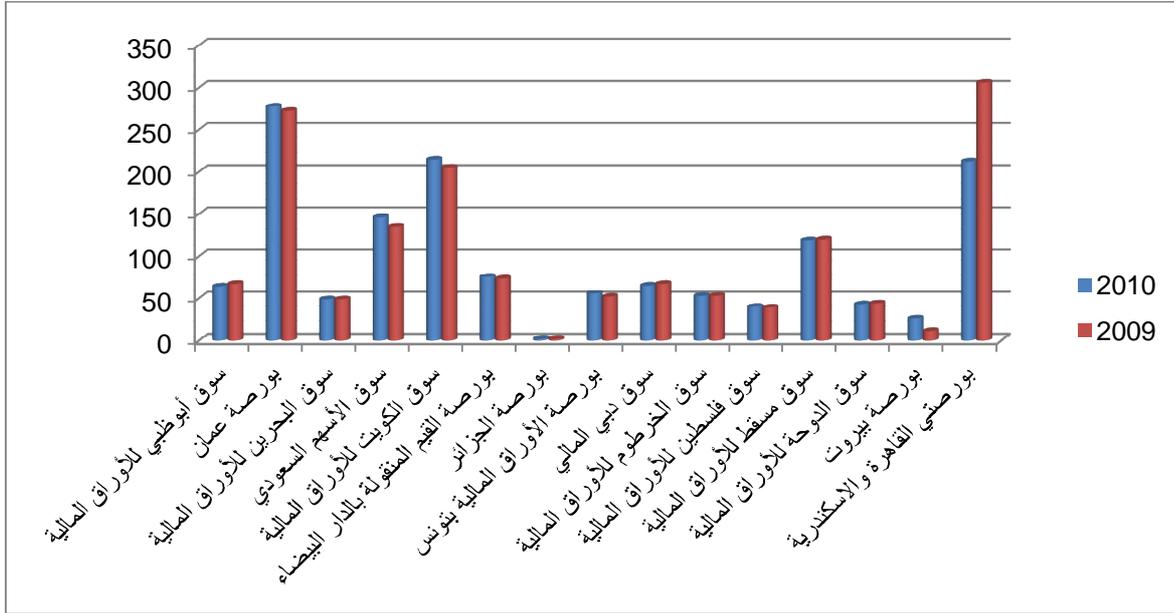
¹ - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2010، العدد 63، ص 6.

² - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2009، العدد 60، ص 7.

³ - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2010، العدد 63، ص 6.

شكل (11.2) : يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة

(2010 - 2009)



المصدر: - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2009، العدد 60، ص 7.
- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2010، العدد 63، ص 6.

ج. نشاط التداول : لقد سجلت أحجام التداولات داخل البورصات العربية إنخفاضاً بلغ نسبة 34.5 في المائة مع نهاية سنة 2009 لتصل إلى حوالي 653.45 مليار دولار وقد بلغت أحجام التداولات في البورصات خلال نفس الفترة من السنة السابقة نحو 997.87 مليار دولار وقد شكلت التداولات في ثلاث بورصات عربية حوالي 80 في المائة من إجمالي حجم التداولات في البورصات العربية هي كل من سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية والبورصة المصرية ويمثل سوق الأسهم السعودي حوالي 51 في المائة من إجمالي التداولات في البورصات العربية.¹

وقد أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي إنخفاضاً كبيراً مع نهاية سنة 2010 بلغ نسبة 42 في المائة ليصل بذلك حجم التداولات داخل البورصات العربية إلى 379.5 مليار دولار، ومثلاً حجم التداولات في سوق الأسهم السعودي حوالي 53 في المائة من إجمالي حجم التداولات في البورصات العربية.²

¹ - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2009، العدد 60، ص 9.

² - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2011، ص 142.

الجدول رقم (3.2) : تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2009-2010)

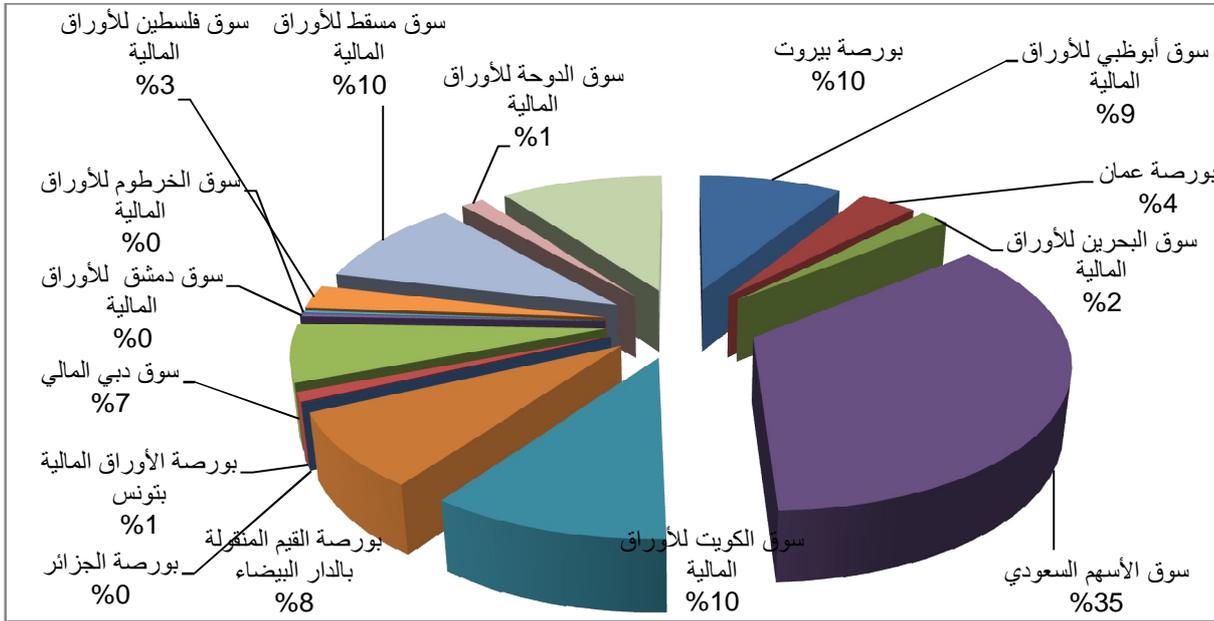
الشركات	عدد	عدد الاسهم المتداولة (مليون)		قيمة التداول (مليون دولار)		القيمة السوقية (مليون دولار)		الدولة
		2010	2009	2010	2009	2010	2009	
64	67	19192	36570	8986	18766	77081	80201	سوق أبوظبي للأوراق المالية
277	272	6989	6022	9450	13641	30904	31889	بورصة عمان
49	49	612	852	289	473	20060	16263	سوق البحرين للأوراق المالية
146	135	33208	56740	202432	337041	353400	318751	سوق الأسهم السعودي
214	205	74769	106338	43772	103772	113883	93824	سوق الكويت للأوراق المالية
75	73	356.34	286.38	13881	16226	69386	74186	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
2	2	0.0074	0.034	0.46	0.187	106	91	بورصة الجزائر
56	52	271.89	189.57	1871	1360	10612	9237	بورصة الأوراق المالية بتونس
65	67	33564	110684	16075	47239	54692	58095	سوق دبي المالي
53	53	167	135	1018	1006	2446	3033	سوق الخرطوم للأوراق المالية
40	39	231	224	468	500	2449	2377	سوق فلسطين للأوراق المالية
119	120	3025	6091	3422	5905	28309	23616	سوق مسقط للأوراق المالية
43	44	2095	3450	18453	25317	123641	87930	سوق الدوحة للأوراق المالية
26	11	164.63	102.59	1871	1038	12676	12843	بورصة بيروت
212	306	27950	36654	57560	81173	84109	91092	بورصتي القاهرة والاسكندرية
1441	1495	202594	364339	379548.46	653457	983754	903428	الاجمالي

المصدر : - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2009، العدد 60.

- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2010، العدد 63.

شكل (12.2) : يوضح الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2009

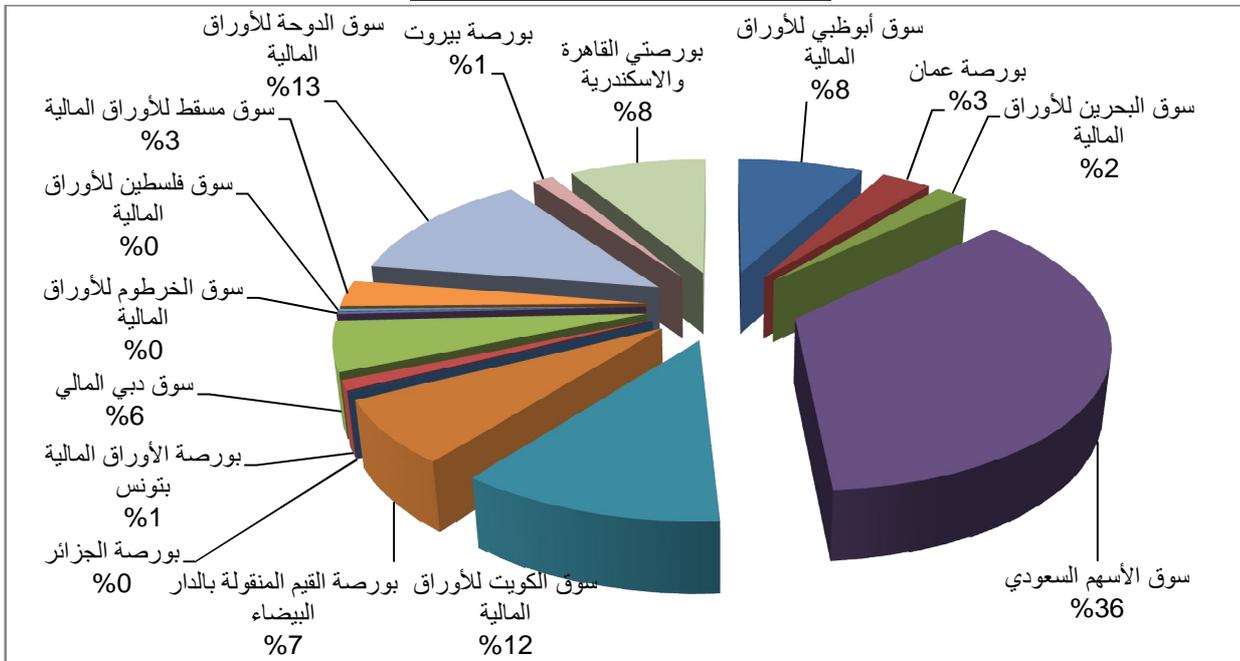
(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (3.2)

شكل رقم (13.2): يوضح الحجم النسبي للبورصات العربية في سنة 2010

(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)



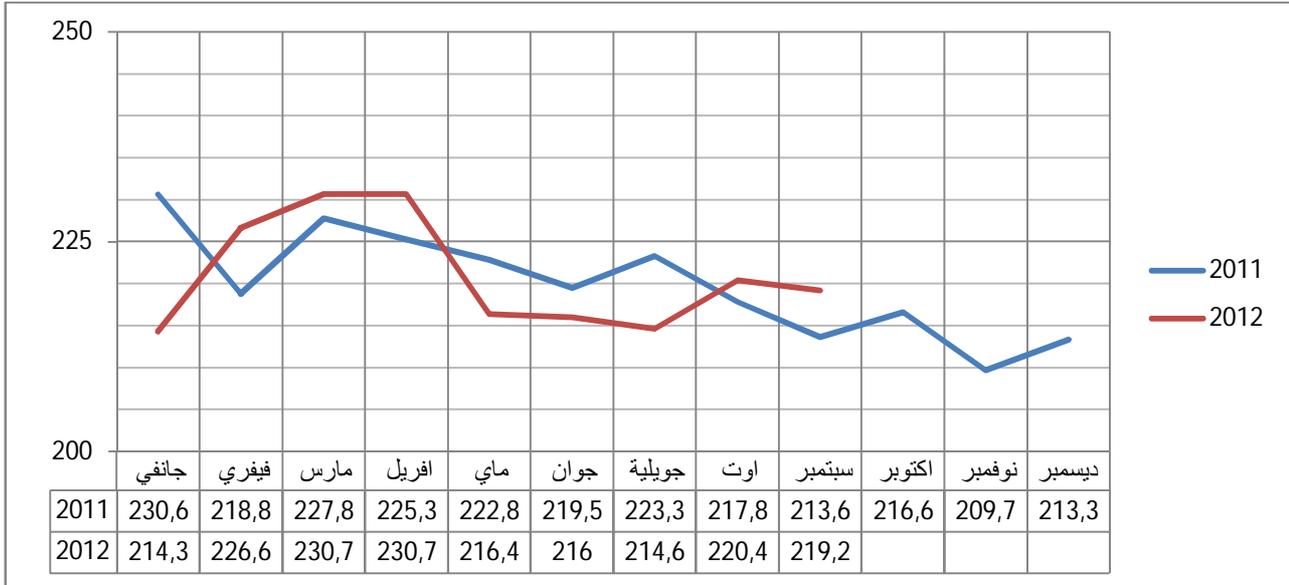
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (3.2)

- تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (جانفي 2011 - سبتمبر 2012):

أولاً - أداء مؤشر المركب لصندوق النقد العربي:

شكل (14.2): أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة

(جانفي 2011 - سبتمبر 2012)



المصدر: - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2011، العدد 67، ص 6
- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية النشرة الفصلية، الربع الثالث لسنة 2012، العدد 70، ص 7

أ. أسباب الإنخفاضات والإرتفاعات:

1) في سنة 2011 (التراجع في الأداء): لقد عرف المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعاً تدريجياً خلال هذه السنة عقب الإضطرابات التي شهدتها عدة دول عربية ليسجل المؤشر إنخفاضاً بنسبة 11.12 في المائة ليصل إلى 213.4 نقطة.

وقد ساهمت عودة الإستقرار النسبي وبعض الإجراءات المتخذة، في الحد من الخسائر والتراجعات الكبيرة حيث بلغ إجمالي الخسائر التي عرفتتها البورصات العربية مع نهاية سنة 2011 حوالي 110 مليار دولار.¹

وقد تجسدت المخاوف داخل أسواق الأوراق المالية العربية في التراجع الملحوظ لنشاط الإصدارات حيث عازمت عدة شركات على تأجيل خططها المتعلقة بالطرح الأولي في الأسواق العربية إضافة الى إنكماش عمليات الاندماج والاستحواذ.

¹ - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2011، العدد 67، ص 7.

وقد تركزت جهود السلطات الإشرافية على البورصات العربية خلال هذه المرحلة في تعزيز ثقة المستثمرين في أسواقها.

(2) حتى سبتمبر 2012 (التفاوت في الأداء): لقد سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تفاوت في أدائه إلى أنه ظل قريبا في معظم الوقت مع ما سجله خلال سنة 2011 لي يسجل في نهاية سبتمبر 219 نقطة بإرتفاع بسيط بلغ نسبة 2.7 في المائة عما سجله خلال نفس الفترة من السنة السابقة وقد تواصلت جهود السلطات الإشرافية على البورصات العربية في تعزيز ثقة المستثمرين بأسواقهم.¹

ب. مقارنة أداء مؤشرات البورصات العالمية مع البورصات العربية خلال الفترة (جانفي 2011 - سبتمبر 2012):

(1) في سنة 2011: لقد شهد أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعا بلغ نسبة 11.1 في المائة حيث جاء متماشيا مع أداء أغلب مؤشرات البورصات العالمية، أما بالنسبة إلى مؤشرات البورصات الناشئة فقد جاء أدائها أفضل حيث عرف أدائها نمو بلغ نسبة 15 في المائة لبورصات أمريكا اللاتينية وبورصات شرق آسيا و12 في المائة لبورصات دول أوروبا الشرقية.²

(2) سبتمبر 2012: سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي أداء متماشيا مع أداء معظم المؤشرات في البورصات العالمية حيث سجل أدائها إرتفاعاً بنسبة 2.8 في المائة عن ما حققه في سنة 2011 خلال نفس الفترة، وقد سجلت المؤشرات في البورصات العالمية إرتفاعات في أدائها تراوح ما بين نسبي 3 إلى 6 في المائة .

ثانيا- الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال الفترة (جانفي 2011 - سبتمبر 2012):

أ. القيمة السوقية: عرفت القيمة السوقية الإجمالية للبورصات العربية إنخفاضا طفيفا بلغ نسبة 10.85 في المائة لتصل في نهاية ديسمبر 2011 إلى حوالي 876.98 مليار دولار، ذلك بعد أن بلغت خلال نفس الفترة من السنة السابقة حوالي 983.75 مليار دولار.

وقد سجلت القيمة السوقية للبورصات العربية مع نهاية سبتمبر 2012 نمو بلغ نسبة 6.75 في المائة لتصل إلى حوالي 930.404 مليار دولار بعد أن قدرت قيمتها في نهاية سبتمبر من سنة 2011 بحوالي 871.520 مليار دولار.

¹ - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث لسنة 2012، العدد 70، ص 7.

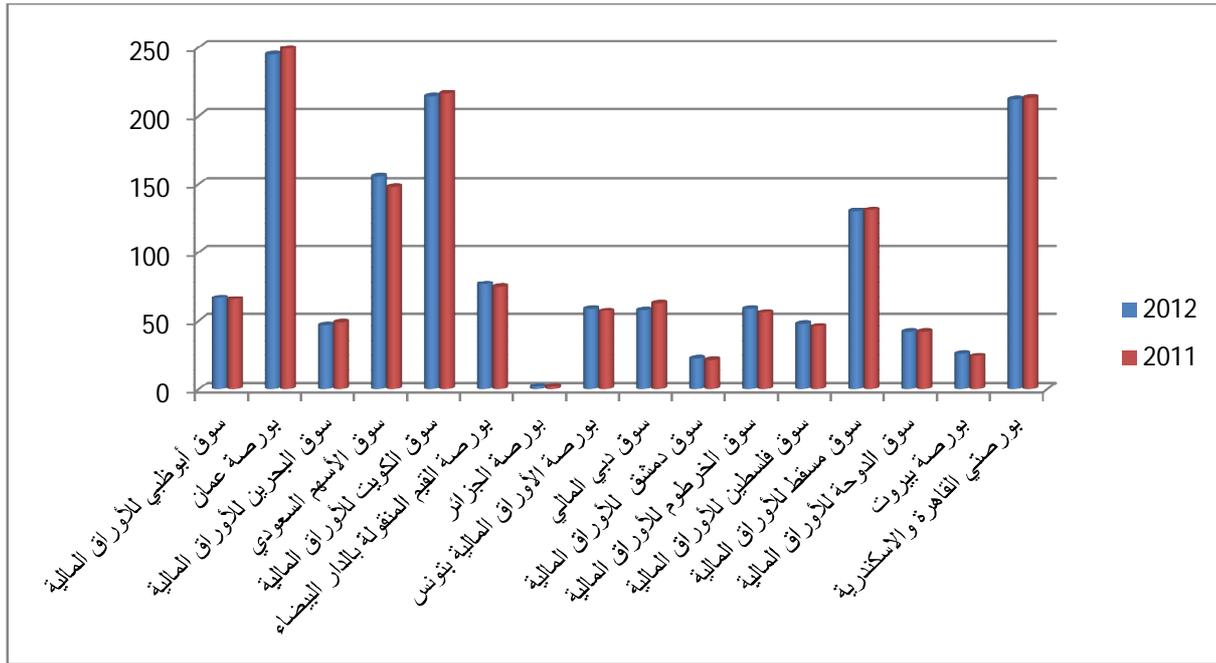
² - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2011، العدد 67، ص 7.

ب. عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية :

شهد عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية إرتفاعا طفيفا خلال سنة 2011 ليصبح عددها حوالي 1460 شركة بعد أن كان عددها في السنة السابقة يقدر بحوالي 1441 شركة وقد بلغ عدد الشركات مع نهاية سبتمبر 2012 حوالي 1464 شركة.

شكل (15.2): يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة

(سبتمبر 2011 - سبتمبر 2012)



المصدر: - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث لسنة 2012، العدد 70.

- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2011، العدد 67.

ج. نشاط التداول :

بلغ حجم التداولات داخل البورصات العربية خلال سنة 2011 حوالي 412.05 مليار دولار مسجلا بذلك نمو بلغ 8.5 في المائة عن ما سجله خلال سنة 2010 والذي بلغ حوالي 379.550 مليار وهو ما يعكس بداية عودة الثقة في البورصات العربية، و قد سجل الربع الثالث من سنة 2012 إرتفاعا في حجم التداولات داخل البورصات العربية بلغ نسبة 65.8 في المائة حيث قدر حجم التداولات بحوالي 116.776 مليار دولار، عن ما سجله خلال نفس الفترة من السنة السابقة أين قدر حجم التداولات داخل البورصات العربية بحوالي 70.434 مليار دولار.

وقد مثَّل كل حجم التداولات داخل سوق الأسهم السعودي حوالي 78.7 في المائة من إجمالي حجم التداولات داخل البورصات العربية.

الجدول رقم (4.2) : تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (سبتمبر 2011- سبتمبر 2012)

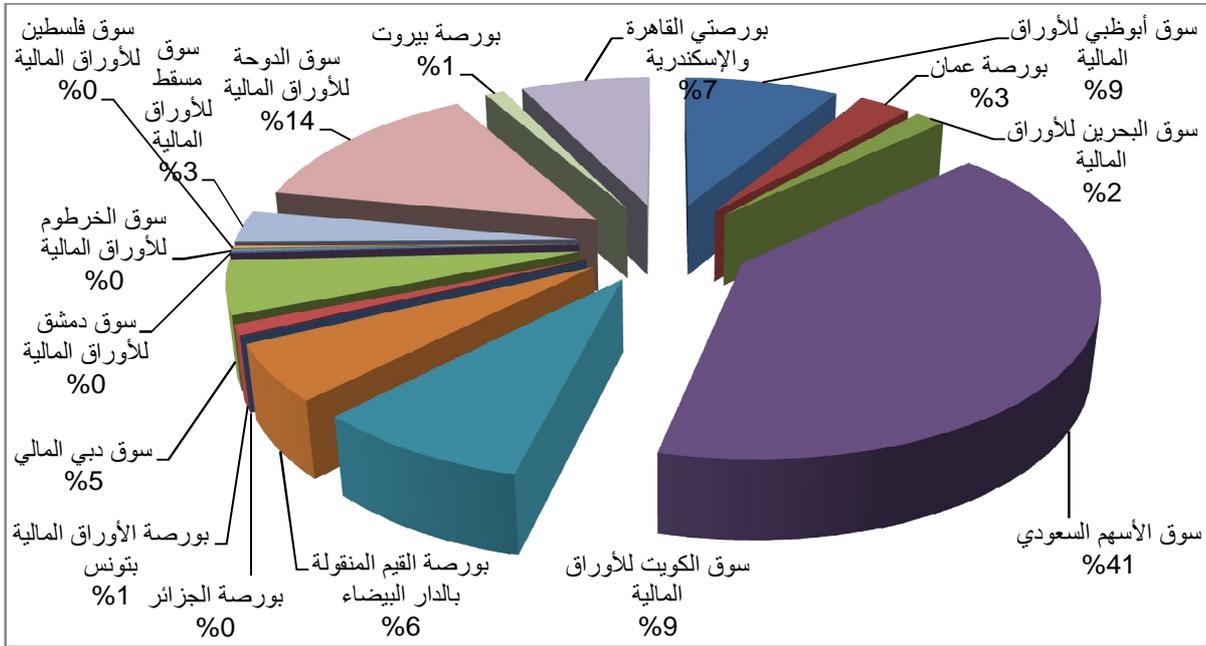
الشركات	عدد	عدد الاسهم المتداولة (مليون)		قيمة التداول (مليون دولار)		القيمة السوقية (مليون دولار)		الدولة
		2011 سبتمبر	الربع الثالث 2012	الربع الثالث 2011	الربع الثالث 2012	2011 سبتمبر	2012 سبتمبر	
67	66	3042.15	2913.18	1240.00	1295	79461	73851	سوق أبوظبي للأوراق المالية
245	249	523.96	960.8	540.7	861	26858	26750	بورصة عمان
47	49	69.9	95.94	27.4	34	15832	16904	سوق البحرين للأوراق المالية
156	148	15442.90	7925.62	91879.90	51472	378359	323752	سوق الأسهم السعودي
214	216	12176.00	7405.07	3589.70	3825	79115	87214	سوق الكويت للأوراق المالية
77	75	80.51	30.98	1375.30	941	51509	63673	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
2	2	0.04	0.053	0.08	0.55	126	137	بورصة الجزائر
59	57	64.11	91.47	283.9	392	9542	9875	بورصة الأوراق المالية بتونس
58	63	6824.78	4303.85	2216.10	1418	49360	51200	سوق دبي المالي
22	21	4.26	7.28	14.896	25	1151	1878	سوق دمشق للأوراق المالية
59	56	3.42	36.81	180.854	278	1844	2555	سوق الخرطوم للأوراق المالية
48	46	18.05	24.72	30.979	68	2654	2802	سوق فلسطين للأوراق المالية
130	131	1069.50	386.88	615.605	379	29458	25815	سوق مسقط للأوراق المالية
42	42	943.57	342.06	6551.37	3898	128592	120939	سوق الدوحة للأوراق المالية
26	24	13.73	10.63	104.123	105	10015	10646	بورصة بيروت
212	213	11822	60903.42	8125	16550	66528	53529	بورصتي القاهرة والإسكندرية
1464	1458	52099	85439	116776	81541.55	930404	871520	الإجمالي

المصدر :- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2011، العدد 67.

- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث لسنة 2012، العدد 70.

شكل (16.2): الحجم النسبي للبورصات العربية في سبتمبر 2011

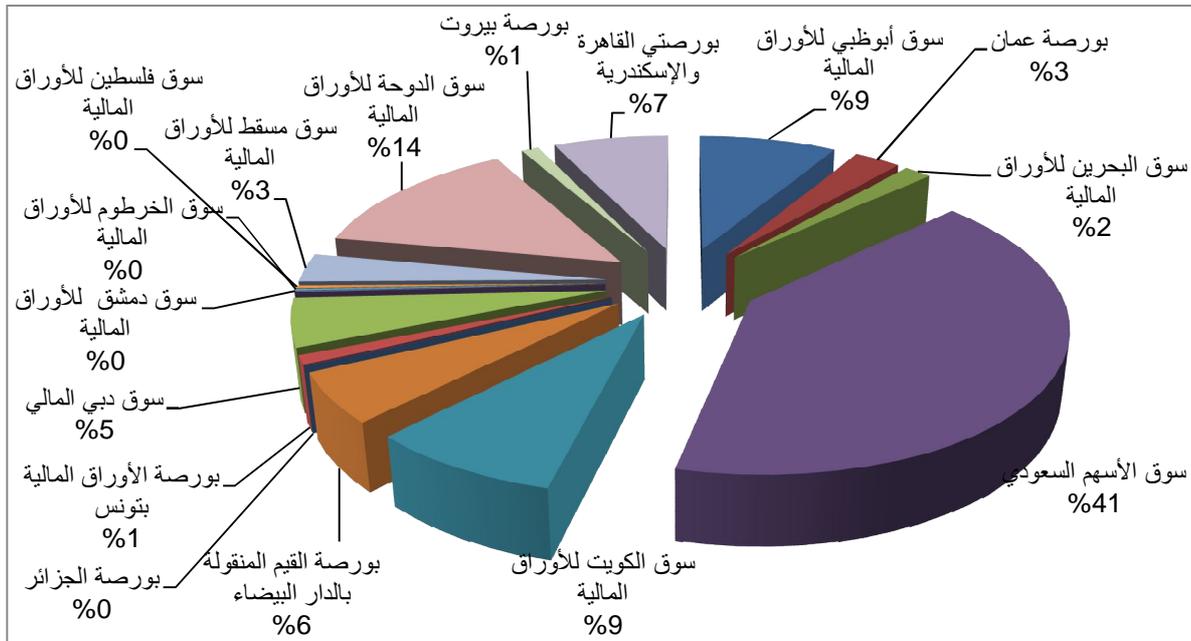
(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)



المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على الجدول رقم (4.2)

شكل (17.2): الحجم النسبي للبورصات العربية في سبتمبر 2012

(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)



المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على الجدول رقم (4.2)

المبحث الثالث: عوائق الإستثمار في البورصات العربية وسبل تفعيلها

يظهر تحليل أداء البورصات العربية محدودية أدائها وضعف دورها داخل إقتصاديتها رغم ما شهدته من إصلاحات وتحديثات، ويعود ذلك إلى العديد من الأسباب والعوائق والتي سنتطرق إليها خلال هذا المبحث وسنستعرض كذلك أهم الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية.

المطلب الأول: عوائق الإستثمار في البورصات العربية

- رغم ما شهدته البورصات العربية من برامج إصلاح إلا أنها لا تزال بعيدة عن أداء الدور المنوط بها بسبب وجود العديد من العوائق التي تحول دون ذلك والتي يعد من أهمها:
- (1) غياب الفلسفة والمنهج الفكري الإقتصادي، الذي يشكل للبورصات العربية الإطار الذي تعمل من خلاله خاصة أن كل البورصات في العالم قلداً يمت على أساس فلسفة الإقتصاد الحر، دون أن يكون هناك تحديدا دقيقا لمهمتها إذ ما كانت سوقاً لتجميع المدخرات والمضارب بها وجني الأرباح أو أن أهدافها أعمق من ذلك ولها وظائف إقتصادية.¹
 - (2) يكتسب الإطار القانوني والتنظيمي المرن المكيّف للتطورات الإقتصادية أهمية بالغة في تطوير أداء البورصات ورفع كفاءتها، في حين يؤدي جمود هذا الإطار وتخلفه وقصوره إلى إعاقة عملية نمو البورصة وتطورها، وتعاني أغلب البورصات العربية من قصور في تشريعاتها وتنظيماتها وتخلفها عن مواكبة التطورات في القوانين واللوائح المنظمة للبورصات المتطورة.²
 - (3) وجود عدد كبير من القوانين غير المنسجمة إضافة إلى تعدد الجهات القائمة على تنفيذها، الأمر الذي فرض نوع من التعقيد على التعاملات داخل البورصات العربية وأعاق تطورهما.
 - (4) حاجة بعض البورصات العربية إلى الإستقلالية المالية والإدارية من خلال فصل المهام التشريعية الرقابية عن المهام التنفيذية المتعلقة بإدارة البورصة والتداولات.
 - (5) ضعف آليات الرقابة والتدقيق داخل البورصات العربية وقصورها عن إكتشاف البيانات غير الصحيحة والطرق غير الشرعية للحصول على المعلومات، ونشر الإشاعات الخاطئة إضافة إلى القصور المسجل في التشريعات والقوانين التأديبية لمرتكبي هذه الجرائم.

¹ - كريم سالم حسين، إبراهيم راسول هاني، المتغيرات الإقتصادية العالمية وإنعكاساتها على أسواق المال العربية، المؤتمر العلمي الأول كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة العلوم التطبيقية، الأردن، 22 - 24 جويلية، 2003، ص 11.

² - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع الأوراق المالية العربية و سبل الرفع من كفاءتها، مجلة الباحث، تصدر عن جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 07، ورقلة، الجزائر، 2009 / 2010، ص 189.

(6) تفشي ظاهرة المضاربة المفرطة في البورصات العربية، ففي بعض البورصات العربية مثل (بورصة تونس ومصر والمغرب) شهدت مؤشراتها ارتفاعاً سنة 1994 بلغ نسبة 70 في المائة وفي بعض الأحيان أكثر من 100 في المائة ونظراً لحدودية أحجام هذه البورصات وقلة عمقها فينسب هذا الارتفاع غالباً إلى المضاربة، وتنتشر المضاربة داخل البورصة بسبب¹:

- قلة المعروض من الأوراق المالية وقلة المتاح منه للتداول.
 - تزايد الطلب على الأوراق المالية.
 - أخطاء في تسعير الأوراق المالية قبل الإكتتاب، أي طرحها بأقل بكثير من سعرها ما يرفع الطلب عليها.
- وتواجه البورصات عمليات المضاربات المفرطة، من خلال تحديد هامش معين تتحرك ضمنه أسعار الأوراق المالية إرتفاعاً وإنخفاضاً فمثلاً في مصر لا يتجاوز 5 في المائة، تونس 1-3 في المائة حسب قيمة الأوراق المالية الأردن 5-10 في المائة، سلطنة عمان 10 في المائة، وتساهم هذه الطريقة في الحد من التقلبات المفاجئة الشديدة في أسعار إلا أنه يعاب على هذه الطريقة أنها:

تُقيّد حركة أسعار الأوراق المالية لشركة ما، حيث تعتبر في الغالب حركة أسعار الأوراق المالية مؤشراً على أداء الشركات لذلك فإن التحكم في حركة أسعار أوراقها المالية ينقص من هذا الدور.

- إن وجود هامش ضيق لتحركات أسعار الأوراق المالية، يدفع للتوجه نحو السوق الموازية (التعاملات خارج البورصة) نتيجة عدم وجود قيود على حركة الأسعار فيها.

(7) فشل البورصات العربية في جذب الأموال العربية المهاجرة نتيجة لصغر حجمها والذي يعود إلى حدثتها من جهة ومن جهة أخرى إلى عوامل ثقافية واجتماعية متعلقة بنمط ملكية الشركات وتنظيمها وقد انعكس ذلك في قلة عمق البورصات العربية وضيق نطاقها.

فعلى سبيل المثال بلغت القيمة السوقية لتسع بورصات عربية (مصر، لبنان المغرب، تونس، الأردن، السعودية، البحرين، عمان) أقل من 150 مليار دولار في نهاية سنة 2000، وللمقارنة فإن القيمة السوقية لبورصة البرازيل بلغت 189.3 مليار دولار سنة 1994، وفي كوريا بلغت 191.8 مليار دولار، وتعود محدودية البورصات العربية إلى أسباب تتعلق بضآلة العرض من جهة ومن جهة أخرى لقلّة الطلب.²

¹ - عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص 284 .

² - نفس المرجع السابق، ص 276.

أولاً: قلة العروض المتاحة للتداول في البورصات العربية

تعود أساساً للأسباب التالية:

- أ. سيادة نمط الشركات العائلية خاصة في دول الخليج العربي ويعزى إحجام هذه الشركات عن إدراج أسهمها في بورصات الأوراق المالية إلى¹:
- (1) يتطلب القيد في سجلات البورصة الإلتزام بشروط الإفصاح ونشر البيانات والتقارير الدورية للمستثمرين، ما ينطوي على مخاطر إفشاء أسرار الشركات في نظر أصحابها أمام المنافسين.
- (2) إن عملية إدراج أسهم الشركة في البورصة يقيد من صلاحيات أصحاب الشركة الأصليين خاصة في الصلاحيات غير المادية (مثل عمليات توظيف الأقارب في مراكز عالية داخل الشركة) إضافة إلى تعرضهم في بعض الأحيان للمسائلة.
- (3) عدم قبول أصحاب هذه الشركات إقتسام أرباح شركاتهم (التي تمثل أحلامهم) مع الغير خاصة في ظل وجود بدائل للحصول على التمويل مثل القروض.
- ب. عدم توفر الحوافز الكافية للشركات التي تدعوها إلى فتح أبوابها للإكتتاب العام.
- ج. عدم قدرة العديد من الشركات على الوفاء بمتطلبات الإدراج نتيجة إنخفاض رأسمالها عن الحد الأدنى المطلوب.
- د. إستحواذ عدد محدود من كبار المستثمرين على نسب عالية من أسهم العديد من الشركات وتفضيلهم الإحتفاظ بها ما يؤدي الى ركود التداولات داخل البورصة.
- هـ. ضعف التشابك الإقتصادي العربي في مختلف أشكاله ما يشكل عائق أمام المؤسسات الإستثمارية من جهة وأمام حركة رؤوس الأموال من جهة اخرى.
- و. ضآلة الأوراق المالية الحكومية المقيدة في البورصة وإعتماد الحكومات بدرجة كبيرة على سوق النقد لتمويل إحتياجاتها.²

ثانيًا: ضآلة الطلب على الأوراق المالية: إن عدد المستثمرين في الأوراق المالية داخل البورصات العربية لا

يتعدى 5 في المائة من عدد السكان المزاولين للنشاط الإقتصادي في حين تتجاوز هذه النسبة 25 في المائة في الدول المتقدمة، ويعود سبب هذا الإنخفاض إلى³:

¹ - تقرير اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا (إسكو)، دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الإقليمية: (دراسة حالة أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي)، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 19 - 20 سبتمبر، 2006، ص 33.

² - حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص 90.

³ - عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص 279.

- أ. إنخفاض معدلات الإدخار نتيجة إنخفاض الدخول النقدية داخل الدول العربية بإستثناء دول الخليج.
- ب. وجود إستثمارات بديلة لها عوائد أكبر كالعقارات، في ظل غياب الأدوات المالية الأكثر جاذبية.
- ج. عمليات المضاربة المفرطة والتي أدت إلى تقلبات شديدة في حركة أسعار الأوراق المالية ما أضعف من ثقة المستثمرين.
- د. محدودية الثقافة الجماهيرية عن عمليات التداول والإستثمار في البورصة.

(8) قصور وعدم كفاءة مؤسسات الوساطة المالية داخل البورصات العربية إضافة إلى غياب المؤسسات الضرورية لرفع من أداء البورصات العربية مثل الشركات المتخصصة في صناعة السوق التي تتولى مهمة الحفاظ على إستقرار الأسعار من خلال تغطيتها لكافة الأوامر المتعلقة بشراء أو بيع الأوراق المالية حيث تتدخل عكس الإتجاه الذي يسلكه السوق للحد من المضاربات، وتتولى كذلك مهمة تأمين سيولة داخل السوق وتنسم أغلب البورصات العربية بغياب مؤسسات الوساطة المالية الكبرى القادرة على تطوير البورصة من خلال عرضها لخدمات متنوعة وتنافسية، كما تفتقر البورصات العربية إلى شركات تغطية الإصدارات ومتعهدي الإكتتاب حيث يقتصر هذا النشاط في بعض البورصات على البنوك التجارية مع محدودية خبرتها بتنمية البورصات، وحتى في الدول التي يوجد بها بنوك إستثمار بقي أدائها محدود ولم تساهم في تطوير بورصاتها.

(9) ضعف أنظمة المحاسبة والتدقيق والرقابة على الشركات في أغلب البورصات العربية، حيث تُلْمَعُ بعض البورصات الشركات المدرجة بها بالتقارير السنوية فقط، ما يفتح باب التكهن أمام المستثمرين خلال باقي السنة، إضافة إلى النقص في الكوادر المتخصصة في التحليل المالي داخل الدول العربية ونقص المؤسسات المتخصصة في جمع وتحليل ونشر المعلومات المالية.

(10) غياب الإستقرار السياسي والإقتصادي في بعض الدول العربية والذي يعيق تطور البورصة داخلها.

(11) عدم تنوع الأدوات المالية المتداولة داخل البورصات العربية وغياب الإهتمام بعمليات الإبتكار وتطوير الخدمات المالية.

(12) الإعتماد بشكل كبير على القروض المصرفية كبديل عن اللجوء إلى التمويل عن طريق البورصات داخل الدول العربية من خلال إصدار الأسهم و السندات.¹

(13) ضعف القاعدة الإستثمارية داخل كل الدول العربية حيث تنسم أغلب الوحدات الإستثمارية فيها بصغر الحجم إضافة الى عدم إنتشار شركات المساهمة بشكل واسع داخل الوطن العربي.

¹ - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 89.

المطلب الثاني: الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية

لقد سعت العديد من البورصات العربية لمواكبة التطورات الكبيرة والمتلاحقة التي شهدتها أغلب البورصات العالمية والتي شملت جميع جوانبها التشريعية والمؤسسية وأنظمة تسييرها متجهتا نحو توسيع قاعدة ملكيتها ودعم إستقلاليتها وتقليص سيطرة الحكومات عليها متخذة شكل شركات المساهمة العامة، فقامت بتطبيق إصلاحات وإصدار قوانين وتعديل قوانين أخرى، إستهدفت من خلالها تحسين البنية التشريعية والتنظيمية لبورصتها ودعم أدائها ورفع من كفاءتها وشفافيتها.

وقد جاءت حركة الإصلاح هذه لتعكس التوجهات الإقتصادية والسياسية لبرامج الإصلاح الإقتصادي الذي تبنته أغلب الدول العربية منذ تسعينات القرن الماضي والذي إستهدف تطوير البورصات العربية لإنجاح سياسات الخصخصة المتبعة والتحول نحو القطاع الخاص وقد ركزت هذه الإصلاحات على¹:

1. **تطوير التشريعات واللوائح:** حيث عرفت أغلب البورصات العربية تطورا ملحوظا في التشريعات والقوانين واللوائح المنظمة لنشاط بورصتها، من خلال تحديث قواعد قيد الأوراق المالية والقواعد المنظمة لعمليات التداول والرقابة على تطبيقها.

2. **تعزيز الدور الرقابي:** قامت أغلب البورصات العربية بإعادة هيكلة بورصتها من خلال فصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة عامة مستقلة تتولى مهمة إصدار القوانين والأحكام المنظمة لعمليات التداول، عن الدور التنفيذي والذي عادة ما يقوم به القطاع الخاص و يتولى من خلاله مهمة إدارة البورصة وتنظيم عمليات التداول كما قامت بعض البورصات العربية بفصل الجهاز الذي يتولى مهمة التسجيل والتسوية ونقل ملكية الاوراق المالية عن إدارة البورصة في حين أبقى بورصات عربية أخرى هذا الجهاز تابع لإدارة البورصة.²

وقد ذهبت بورصات عربية أخرى إلى أبعد من ذلك حينما قامت بخصخصة البورصة حيث قامت بورصة دبي بتحويلها إلى شركة مساهمة عامة تهدف إلى الربح، وطرح جزء من أسهمها للأكتتاب العام وقد بدأت مؤخرا بورصة عمان بدراسة موضوع الخصخصة.

3. **تعزيز الشفافية والإفصاح:** لقد كان من الواضح أن أغلب البورصات العربية تفتقر إلى النصوص القانونية المنظمة لعملية نشر المعلومات المتعلقة بالشركات وأدائها وتقاريرها المالية، الأمر الذي ترتب عليه ضعف الرقابة على هذه الشركات وبالتالي إنخفاض درجة ثقة المستثمرين بالبورصات العربية³، وقد صدرت في إطار حركة الإصلاحات التي

¹ - عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص 262.

² - صندوق النقد العربي، إسهامات صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، جوان 2003، ص 16.

³ - سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، الناشر مكتبة المدبولي، مصر، الطبعة الثانية، 2004، ص 148.

شهدتها البورصات العربية جملة من القوانين التي توجب على الشركات الإلتزام بنشر معلومات عن طليعتها¹ من سوق الإصدار عن طريق نشرة الإكتتاب، حيث لا يجوز طرح أي أوراق مالية لأي شركة في إكتتاب عام للجمهور دون نشرة إكتتاب معتمدة من الهيئة المنظمة للسوق أو في حالة الدول التي لا توجد بها هذه الهيئة تكون معتمدة من سلطات البورصة، وتشمل النشرة معلومات دقيقة عن المركز المالي للشركة إضافة إلى إلتزامها بنشر تقارير دورية (سنوية، نصف سنوية، ربع سنوية).

هذا من جهة الشركات المدرجة أما من جانب البورصات فقد إتسع نطاق المعلومات والبيانات التي باتت هذه البورصات ملزمة بالإفصاح عنه لتشمل أسماء جهات المصدرة للأوراق المالية، وأسماء أعضاء السوق وبيانات دورية منظمة تتضمن كافة المعلومات عن التداولات وإتجاه حركة الأسعار ومؤشرات السوق إضافة إلى النشرات التي باتت تقدمها البورصات العربية (اليومية، الأسبوعية، الشهرية، السنوية).

كما قامت بعض البورصات العربية بإبرام إتفاقيات مع شركات عالمية متخصصة بنقل المعلومات عن تداولات البورصات العالمية مثل شركة (Boomborg) و شركة (Reuters)، ناهيك عن نشر معلوماتها وتحديثها باستمرار على شبكة الإنترنت.¹

4. **تنظيم مهنة الوساطة المالية:** إستهدفت حركة الإصلاحات التي طالت البورصات العربية تنظيم مهنة الوساطة المالية ورفع من مستوى أدائها وقدراتها على التحليل وإدارة المحافظ وتقييم أداء الشركات، حيث وضعت مجموعة من الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات، وتم الفصل بين مهنة الوساطة والنشاط المصرفي في بعض الدول العربية، حيث تمارس شركات الوساطة المالية عملها في بعض الدول العربية إلى جانب البنوك التجارية، في حين تقتصر مهنة الوساطة داخل دول عربية أخرى على شركات الوساطة دون البنوك التجارية مثل بورصة (مسقط، بحرين، الكويت).²

5. **تطوير أنظمة التداول :** تماشيا مع التطورات التي عرفتها تكنولوجيا التداول العالمية إتخذت البورصات العربية خطوات واسعة في تحديث أنظمة التداول لديها مستهدفة بذلك تطوير قدراتها على إتمام العمليات بسرعة وإستيعاب أحجام أكبر من الأوامر، لترفع من كفاءة أسواقها وتضمن تحقيق العدالة بين المتعاملين من خلال إتاحة فرص متساوية للتعامل من حيث الوقت أو المعلومة، كما وفرت بعض البورصات العربية تقنية التداول عن بعد ضمن ما تقدمه من خدمات مقدمتا لشركات الوساطة فرصة إتمام صفقاتها من مكانها دون الحاجة لضرورة تواجد مندوبها داخل البورصة.³

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 320.

² - سليمان المنذري، مرجع سبق ذكره، ص 146.

³ - صندوق النقد العربي، إسهامات صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 19.

6. إنشاء مؤسسات للمقاصة: قامت العديد من الدول العربية بإنشاء شركات للمقاصة أُسِّدَتْ إليها مهمة تسجيل وتسوية ونقل ملكية الأوراق المالية بين الوسطاء الماليين، وتمارس هذه الشركات في بعض البورصات العربية مهامها بشكل مستقل عن البورصة.¹

وقد أُنشِئت أول شركة عربية للمقاصة في الكويت بإسم الشركة الكويتية للمقاصة في سنة 1987، حيث تنوب هذه الشركة عن البورصة في تسوية الإلتزامات عن التعاملات وإجراء عمليات المقاصة، وقد أُنشِئت الشركة المصرية للمقاصة سنة 1996 بغرض تسوية المعاملات وتسليم وإستلام الأوراق المالية المتعامل بها، وفي لبنان تم في سنة 1994 إنشاء مركز حفظ ومقاصة الأوراق المالية، أما في تونس فقد تأسست الشركة التونسية للمقاصة سنة 1995، ويوجد في السعودية الشركة السعودية لتسجيل الأسهم والتي تعتبر الوحدة المركزية لإيداع الأوراق المالية وتعمل وفق مبدأ الإشعار مقابل الشهادة (يحصل مالك السهم على إشعار مقابل ملكية للسهم) وتتم عمليات التسوية في نفس يوم التداول بناءً على الإشعارات وتساعد على إختصار الوقت و زيادة السرية والثقة في الإستثمار بالأوراق المالية.²

7. إدخال أدوات مالية جديدة: شهدت بعض البورصات العربية دخول أدوات مالية جديدة للتعامل مثل إدخال "السندات القابلة للتحويل إلى أسهم" في بورصة الدار البيضاء بالمغرب، و"عقود الضمان" في بورصة البحرين وفي بورصة تونس إستحدثت " الأسهم ذات الأولوية في الربح دون حق الإقتراع" و"سندات المساهمة طويلة الأجل" والتي توفر لحاملها عائد ثابتا إضافة الى عائد مقترن بنشاط الشركة غير أن التداول داخل البورصات العربية يقتصر في الغالب على الأسهم والسندات مع ضعف واضح في سوق السندات على عكس ما هو سائد عالميا.³

8. تطور التشريعات الجاذبة للإستثمار الأجنبي: عدلت أغلب الدول العربية قوانينها المنظمة للإستثمار الأجنبي ساعية الى جذب المزيد من تدفقات الإستثمار الأجنبية وفق ضوابط معينة، وقد إنقسمت الدول العربية في رفعها لقيود تملك الأجانب للأوراق المالية للشركات المحلية إلى مجموعتين:

أ. مجموعة لا تفرض أي قيود على الإستثمار الأجنبي في الأوراق المالية مثل: مصر، المغرب، الأردن، لبنان الجزائر.⁴

ب. مجموعة ثانية تفرض قيود على تملك الإستثمار الأجنبي للأوراق المالية للشركات المحلية من خلال نسب متفاوتة مثل: تونس ودول مجلس التعاون، ففي تونس يسمح للمستثمر الأجنبي بتملك ما يقل عن 50 في

¹ - حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² - سليمان المنذري، مرجع سبق ذكره، ص 146.

³ - عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص 266.

⁴ - صندوق النقد العربي، إسهامات صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 17.

المائة من أسهم الشركة و في دول مجلس التعاون تسمح الكويت والسعودية للمستثمر الأجنبي بالإستثمار في بورصتها فقط من خلال صناديق الإستثمار.

9. **تعديل الأنظمة الضريبية:** سعت معظم الدول العربية إلى تطوير أنظمتها الضريبية من أجل تحفيز شركات المساهمة على إدراج أسهمها في البورصات من خلال تخفيض وإلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالبورصة، وقد ألغت كل الدول العربية الضريبة على الأرباح الناتجة عن التعاملات داخل البورصات ما عدى المغرب الذي يفرض ضريبة بنسبة 10 بالمئة.

10. **برامج الخصخصة:** لقد تعزز نشاط بعض البورصات العربية بعمليات الخصخصة التي قامت بها دولها في إطار الإصلاحات التي إنتهجتها، والتي إتجهت نحو منح دور أكبر للقطاع الخاص في النشاط الإقتصادي، حيث ساهمت عمليات نقل ملكية بعض شركات القطاع العام المخصصة إلى القطاع الخاص من خلال طرح أسهمها في البورصة بتوسيع حجم هذه الأخيرة ودعم سيولتها وتوسيع قاعدتها.¹

11. **تطوير دور المستثمر المؤسسي:** يدعم المستثمر المؤسسي بشكل عام إستقرار البورصات ويقلص من التقلبات الحادة في الأسعار، حيث تُبنى إستراتيجية المستثمر المؤسسي في الغالب الأعم على الإستثمار المتوسط وطويل الأجل ويستند في إستثماراته على دراسات وتحليلات علمية، في حين تركز إستراتيجية المستثمر الفرد على تحقيق أرباح سريعة وعادة ما تكون درجة التحليل لديه منخفضة مقارنة مع المستثمر المؤسسي، لذلك فقد توجهت السلطات في الدول العربية إلى دعم المستثمر المؤسسي في بورصاتها وسمحت لهيئات التأمين وشركات التأمين ومؤسسات التقاعد بالتعامل في البورصة.²

وتعتبر صناديق الإستثمار من أنسب الأدوات لحشد المدخرات خاصة أنها تضمن تنويع في محافظ أوراقها المالية وتُحقق عوائد أكبر مما يمكن ويتاح للمستثمر الفرد.

12. **مساهمة المؤسسات الإقليمية العربية:** تساهم عدة مؤسسات إقليمية عربية في تطوير البورصات العربية من خلال تشجيعها لتدفق رؤوس الأموال بين الدول العربية والعمل على تحسين مناخ الإستثمار وتعريف بفرص الإستثمار داخل الدول العربية، ناهيك عن تقديم خبراتها لتطوير كفاءة البورصات العربية ومن أهم هذه المؤسسات صندوق النقد العربي، إتحاد البورصات العربية وهيئات سوق المال العربية والأمانة العامة للجامعة العربية، والمؤسسة العربية لضمان الإستثمار وإتحاد المصارف العربية والصندوق العربي للإئتماء الإقتصادي والإجتماعي.³

¹ - عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص 263.

² - صندوق النقد العربي، إسهامات صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 17-18.

³ - عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص 285.

المطلب الثالث : عوامل تنشيط البورصات العربية

رغم حركة الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية والتي حققت على إثرها نتائج مشجعة إلا أن أغلب البورصات العربية لا تزال بعيدة عن ما هو منتظر منها، ولا زالت كل البورصات العربية تعاني من نقص ثقافة الإستثمار في البورصة وتتسم هيكلها التنظيمية بالضعف والتعقيد إضافة إلى القصور الواضح في منظومات الإفصاح لديها، ناهيك عن قلة الأدوات المتعامل بها وضعف تنوعها، وعلى ضوء ذلك سنحاول صياغة عدد من المقترحات التي من شأنها تنشيط البورصات العربية والنهوض بها:

أولاً - الدعائم الأساسية لتطور البورصات العربية:

- (1) - الإستقرار السياسي والإقتصادي: إن الوضع الإقتصادي المستقر المقترن بمعدلات نمو مرتفعة يحفز توقعات المستثمرين حول أداء المؤسسات المدرجة بالبورصة وبالتالي تحقيق أرباح مجزية من خلالها.
- (2) - تطوير الإدارة العامة: تعتبر الإدارة العامة أحد المحددات الرئيسية للبيئة الإستثمارية الملائمة وتشمل البيروقراطية والقضاء والسياسات الضريبية.¹
- (3) - إتباع سياسة إقتصادية كلية محفزة لرفع معدلات الإستثمار الحقيقي.

ثانياً - مقترحات لتطوير البورصات العربية:

- 1- تطوير حجم السوق: تتطلب عملية تجاوز مشكلة ضيق النطاق التي تتسم بها كل البورصات العربية بذل المزيد من الجهود لتنشيط العرض وتحفيز الطلب.
 - أ. تنشيط العرض ويتم هذا من خلال:
 - (1) تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم: حيث يستلزم ذلك القيام بمجموعة من الإجراءات لدعم طرح المزيد من إصدارات الأسهم ومن المهم تلافي أوجه القصور في عمليات الطرح السابقة مثل: التركيز القطاعي للشركات المصدرة للأوراق المالية، ونقص كفاءة التسعير.
 - ومن هذه الاجراءات توسيع عمليات الخصخصة وإستكمال ما بدأ منها حيث يضمن ذلك طرح المزيد من الأوراق المالية وينشط البورصة ويساهم بتوسيع قاعدة الملكية ويخفض من درجة التركيز القطاعي، مع الأخذ في الإعتبار أهمية التقييم الكفاء في تسعير الأوراق المالية لهذه الشركات لدعم إستقرار السوق بعد عملية الطرح للإكتتاب.²

¹ - عاطف علاونة، الإستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الإستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والإستثمارية، دمشق، 17- 18 نوفمبر، 2011، ص 8.

² - شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 158.

(2) تمييز شركات الطرح العام بجملة من الإعفاءات والحوافز الضريبية وتخفيض رسوم القيد على شركات الطرح العام.

(3) تنمية الأدوات المالية المستحدثة وإدراج الأدوات المالية الإسلامية.

ب. تخفيف جانب الطلب ويتم هذا من خلال¹:

(1) دعم توجه الأفراد للإدخار والاستثمار من خلال تعزيز جهود التوعية ضمن خطط إعلامية وتربوية تهدف للتعريف بالفرص المتاحة للإستثمار.

(2) زيادة العوائد المحققة من الإستثمار في الأوراق المالية من خلال:

- الحفاظ على الإستقرار النقدي في حدود ملائمة للحد من التضخم خاصة أن التضخم سيؤدي إلى رفع أسعار الفائدة وبالتالي إنخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات.
- تشجيع الشركات المدرجة بالبورصة على توزيع نسب ملائمة من أرباحها الأمر الذي يساعد بشكل كبير في جذب شريحة واسعة من المواطنين الساعين لرفع من مستواهم المعيشي.
- تخفيض الضرائب المفروضة على عوائد الأوراق المالية إن وجدت.

(3) تقليل مخاطر الإستثمار المالي والتكاليف الضمنية في التعاملات بالأوراق المالية من خلال :

- إيجاد نظم تأمين على محافظ الأوراق المالية .
- نشر البيانات و المعلومات الكافية عن المراكز المالية للشركات وأرباحها بصفة دورية.

2- الرفع من سيولة السوق من خلال :

- تيسير للمستثمرين عملية الحصول على قروض بضمان الأوراق المالية.
- حث الشركات على القيام بإصدارات بقيم إسمية منخفضة توجه لصغار المدخرين ما يضمن لهم توزيع مدخراتهم وتقليل المخاطر.
- التوسع في إنشاء صناديق الإستثمار الموجهة لحشد مدخرات صغار المدخرين.
- تنويع الأدوات الإستثمارية داخل البورصات العربية بما يراعي قدرات الاستثمار لدى كافة شرائح المستثمرين داخل السوق.
- التوسع في إنشاء شركات الصانعة للسوق داخل البورصات العربية.

¹ - حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر، مرجع سبق ذكره، ص 166.

3- دعم الإفصاح والشفافية في البورصات العربية من خلال:

- تطوير المواقع الإلكترونية للبورصات العربية وتحديثها باستمرار لتتضمن كافة المعلومات والبيانات التي يحتاجها المستثمرين.
- دعم إنشاء شركات تتولى نشر المعلومات بإعتماد من هيئات أسواق المال في الدول العربية.

4- مقترحات تنظيمية رقابية :

- حث الجهات المشرفة على البورصات العربية للعمل على التطوير المستمر للقوانين والأحكام والأنظمة والتعليمات المنظمة لعمل البورصات، وتعزيز عملية الفصل بين الدور الرقابي والدور التنفيذي في البورصات العربية.
- تعزيز المنظومة الإجرائية لمكافحة عمليات الغش والتلاعب في تداول الأوراق المالية داخل البورصات العربية، والعمل على تخفيض تكاليف التداول بها ما أمكن.¹
- تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.
- تنظيم عمل شركات الوساطة المالية داخل البورصات العربية وتشمل هذه الشركات كل من (شركات السمسرة، وشركات الترويج وتغطية الإكتتاب) وتكتسب هذه الشركات أهميتها من خلال الدور الهام الذي تقوم به داخل البورصات وقدرتها على رفع من كفاءة البورصات لذا فقد بات من الضروري تنظيم عملها وربطها إلكترونياً بالبورصة وتنظيم قواعد العضوية الخاصة بهذه الشركات ووضع معايير للملاءة المالية لشركات التغطية والترويج.²
- تشجيع إنشاء شركات للإستشارة المالية متخصصة بتقييم وتصنيف الأوراق المالية، وتحليل وضعية الشركات المصدرة لها.

¹ - عاطف علاونه، مرجع سبق ذكره، ص9.

² - شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 165 .

خلاصة الفصل الثاني

تعتبر أغلب الدول العربية حديثة العهد ببورصات الأوراق المالية فيما عدى البورصة المصرية، وقد شهدت الدول العربية منذ تسعينات القرن الماضي موجة من محاولات الإصلاح والتحديث للبورصات العربية القائمة وإنشاء العديد من البورصات الجديدة حيث جاءت هذه الإصلاحات في إطار برامج الإصلاح الإقتصادي الذي إنتهجه العديد من الدول العربية و إستهدفت من خلاله إعادة الإعتبار للقطاع الخاص.

ورغم الإختلافات الموجودة بين البورصات العربية من حيث درجة تطورها ونشاطها وإنفتاحها على العالم الخارجي إلى أن أنها تشترك في العديد من الخصائص، فجميعها تعني من ضعف أدائها داخل إقتصادياتها وتعاني من التخلف وقلة التنوع في أوراقها المالية وضيق نطاقها وضعف كفاءتها، وقد سعت السلطات المشرفة على البورصات العربية لتطوير بورصاتها و تحديثها لتواكب التطورات التي شهدتها مختلف البورصات العالمية فقامت بإصدار العديد من القوانين التي إستهدفت من خلالها إستكمال أطرها المؤسسية وتشريعاتها (خاصة منها تلك المتعلقة بالإفصاح القانونية).

ولا زالت تقف أمام تطور البورصات العربية العديد من العوائق التي تحول دون تطورها ونموها ويتطلب تجاوز هذه العوائق بذل المزيد من الجهود ضمن رؤيا واضحة تسعى للنهوض بالبورصات العربية محليا.

الفصل الثالث

سبل تفعيل التكامل بين البورصات

العربية

المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي

مقدمة الفصل الثالث

لقد شهدت أغلب الدول المتقدمة إهتماماً متزايداً بموضوع تكامل بورصاتها المحلية مع باقي المراكز المالية العالمية نتيجة إدراكها للدور الذي يمكن أن يلعبه ذلك في دعم عملية التنمية، خاصة مع بروز العولمة المالية والتوسع في عمليات التحرير المالي وإزالة الحواجز أمام حركة رؤوس الأموال العابرة للحدود الأمر الذي دَعَم عمليات التكامل والإندماج بين البورصات وجعلها أشبه ما تكون بسوق مالية عالمية واحدة تتكون من بورصات متطورة مؤثرة ومتأثرة في ذات الوقت ببعضها البعض.

وقد ساهمت التكنولوجيا الحديثة خاصة منها تلك المتعلقة بمجالات الإتصال والكمبيوتر بزيادة درجة الإرتباط والتشابك بين البورصات، حيث أصبحت كل معلومة ترد إلى البورصة وتستجيب لها ينعكس أثرها على باقي البورصات العالمية بنفس الإتجاه وبنفس المقدار تقريبا، وقد رفع ذلك من حدة المنافسة بين هذه البورصات ما دفعها لتبني مبدأ التكامل والإندماج والتحالفات، حيث لم يعد هناك مكان للبورصات الضعيفة والمنفردة ضمن أسواق الأوراق المالية العالمية، وقد بات ذلك يشكل أحد أهم التحديات التي تواجهها البورصات في الدول النامية ومن بينها الدول العربية حيث أصبح على الدول العربية تكثيف جهود التعاون فيما بينها والتنسيق لتفعيل التكامل بين البورصات العربية لضمان بقائها وتطورها في ظل هذه المنافسة الحادة.

وسنستعرض خلال هذا الفصل سبل تفعيل التكامل بين البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، حيث يتناول المبحث الأول الإطار النظري لعملية التكامل بين البورصات بشكل عام مفهومها و أساليبها وبعض تجارب التكامل بين البورصات في العالم، أما المبحث الثاني فيتناول الجهود الرامية للربط بين البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي ودوافعها و تقييم أدائها، وقد خصص المبحث الثالث لتحديد خطوات التكامل بين البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي متطلباتها و الإستراتيجية المقترحة لتفعيل عملية التكامل بين البورصات العربية.

المبحث الأول: الإطار النظري لعملية التكامل بين البورصات

لقد أدت عمليات الإنفتاح والتحرير المالي التي شهدتها العديد من دول العالم إلى زيادة حركة التدفقات المالية عبر الحدود، ما أدى لزيادة درجة الترابط بين البورصات في العالم وساهم في زيادة درجة تكاملها وعولمتها، وقد تعددت الدراسات التي إهتمت بموضوع التكامل بين البورصات وسبل الربط في ما بينها والآثار المترتبة عليها، ومن المهم ونحن بصدد وضع الإطار النظري لعملية التكامل تحديد مفهوم التكامل بين البورصات.

المطلب الأول: مفهوم عملية التكامل بين البورصات

عرّف Vogel & pieper (1897) الأسواق المالية المتكاملة والمترابطة بأنها: " تلك الأسواق التي يستطيع فيها المستثمرون الموجودون ببلد معين شراء وبيع الأوراق المالية المصدرة في بلد آخر دون قيود، وكنتيجة لذلك تم إصدار أوراق مالية موحدة ونمطية يتم تداولها في أسواق مختلفة بنفس السعر تقريبا بعد أخذ أسعار الصرف بعين الاعتبار" وترتفع درجة التأثير والتأثير بين هذه البورصات كلما إرتفعت درجة الإرتباط والتكامل فيما بينها.

ويرى Talbotoni & Rouve (1988) أنه داخل الأسواق المترابطة والمتكاملة " تتساوى كافة الأصول المالية، التي لها نفس المخاطر ونفس المستوى من العائد مهما كان مكان تقيدها أو التعامل بها خاصة أن عمليات المراجعة المتتالية تقلل وتزيل الهوامش الإضافية والفروق من سوق لأخر.

وقد أصبحت نتيجة لذلك حركة أسعار الأوراق المالية المقيدة داخل البورصات المتكاملة غير مستقلة عن بعضها البعض بسبب التشابك والإرتباط الشديد فيما بينها وأصبحت قرارات المستثمرين لا تتعلق فقط بالمعلومات الواردة إلى البورصة بل كذلك بالمعلومات الصادرة عن بقية البورصة في العالم وقد عبر أحد الإقتصاديين عن ذلك بقوله: إذا أصاب البرد بورصة نيويورك عطست بورصة طوكيو و قد ساهمت التكنولوجيا المتطورة في الربط بين عدد كبير من البورصات المتوزعة في مناطق عديدة من العالم.¹

ودفعت عملية تدويل البورصات في العالم نحو حدوث تغيرات هائلة حيث ظهرت إبتكارات مالية جديدة وإرتفع حجم التداولات، وإنتشرت شركات الوساطة المالية والمستثمرين في الأوراق المالية ذوي الطابع الدولي مستغلين آخر ما توصلت إليه تكنولوجيا الإتصال والمعلومات، وقد جعلت هذه الشبكة الإلكترونية التعامل بعدة بورصات في آن واحد أمراً ممكناً ما وفر العديد من الفرص والبدائل أمام المستثمرين بما يناسب إستراتيجياتهم.

¹ - جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني - التكامل الإقتصادي العربي الواقع و الأفاق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي، الأغواط، في 17-19 أبريل، 2007، ص 173.

كما دعمت هذه الشبكة عمل الوسطاء والسماسة من خلال تنفيذهم لأوامر المستثمرين عبر مختلف البورصات المتكاملة الأمر الذي عزز من عمق و إتساع وسيولة هذه البورصات وساهم في تخفيض تكاليف التعامل داخلها نتيجة إحتدام المنافسة بين مختلف شركات السمسرة الدولية.¹

وتساهم تكنولوجيا الإتصالات والمعلومات في الرفع من كفاءة البورصات المتكاملة من خلال توفيرها للمعلومات بالدقة الكافية وفي الوقت ذاته لكافة المتعاملين عبر العالم، وفي نشرها للتقارير المالية المختلفة عن الشركات المقيدة في هذه البورصات.²

المطلب الثاني: أساليب التكامل بين البورصات

لقد عرفت ترتيبات وتجارب التكامل بين البورصات العديد من النماذج والوسائل للربط بينها حيث سمحت هذه العملية بتوفير الكثير من البدائل أمام المستثمرين لتنوع محافظهم الإستثمارية وفق لمبدأ العائد والمخاطرة وتندرج مستويات الربط والتكامل بين البورصات من الأكثر تكاملا إلى الأقل كما يلي:

- تنسيق الأنظمة وتوحيد معاملات التسوية والمقاصة.
- تيسير الإستثمار الأجنبي من خلال التداول عبر الحدود.
- الإدراج المشترك للأسهم.³

وفي ما يلي أهم أساليب الربط بين البورصات:

أولاً - منصة التداول المشترك:

تم عمليات التداول من خلال منصة مركزية تهيئ فرص التعامل بصورة جماعية في الأوراق المالية للشركات المتواجدة ضمن نطاق البلدان المتكاملة، وتتفق البورصات المشاركة في هذه المنصة على شروط الإدراج وتحدد الإجراءات المنظمةة لعمليات التداول وشروط عضوية الوسطاء، ويتم التداول عبر هذه المنصة من خلال أسلوبين:

أ. منصة ذات نظام مركزي: وتشرف على هذه المنصة لجنة مكونة من ممثلين عن البورصات الأعضاء وتتولى إدارة هذه المنصة وتسيير تعاملاتها أحد البورصات الأعضاء أوهيئة إعتبارية، ويسمح هذا النموذج بالإبقاء

¹ - فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 156.

² - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 174.

³ - اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا (الأسكوا)، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، 2004، ص 37.

على النظم واللوائح المطبقة داخل البورصات الأعضاء في حين يوضع نظام جديد للتداول خاص بهذه المنصة.

ب. نظام توجيه الطلبات: لا يحتاج هذا النموذج إلى نظام مركزي للتداول يكفي الإتفاق على نظام معين للتداول أو إيجاد نقطة إتصال مشتركة بينها وتشارك كافة البورصات الأعضاء في إدارة هذه المنصة والتي تكون في شكل هيئة إعتبارية.

وفي كلتا الحالتين يتألف أعضاء هيئة المقاصة والتسوية لهذه المنصة من هيأت المقاصة والتسوية في البورصات المشاركة في هذه المنصة ومن جهات الحفظ (المستودعات المركزية بدول المشاركة في هذه المنصة)، غير أن وجود عدد كبير من المستودعات المركزية والأعضاء الوسطاء من شأنه أن يرفع من معدلات الأخطاء كما أنه من بين الصعوبات التي تعيق تطبيق هذا النموذج وجود لوائح في بعض الدول تمنع إنضمام المستودعات المركزية للأوراق المالية بهذه المنظمات.¹

وكمثال على هذا النموذج قامت كل من بورصة أمستردام وبروكسل وباريس في سبتمبر 2000، بإعلان عن منصة واحدة (Euronext) لتداول جميع أسهم الشركات المدرجة في البورصات الثلاث وقد بدأت تداولاتها في أكتوبر 2001.²

وتضمّن هذه المنصة للمتعاملين من مستثمرين وشركات مدرجة في البورصات الثلاث الخضوع لقواعد تداول موحدة، وتأمين للمستثمرين من الدول الثلاث القدرة على التداول عن بعد من خلال شبكة الإنترنت وتتيح لهم كذلك فرص متساوية للحصول على المعلومات عن الشركات المدرجة، ومراكزها المالية من خلال نشر تقاريرها وحركات أسعار أوراقها المالية باللغات الثلاث، وقد وفرة هذه المنصة لمصدري الأوراق المالية فرص أوسع وأكثر تنوعاً.

غير أن قيام مثل هكذا منصة يتطلب توحيد وتنسيق واسع النطاق للتشريعات والقواعد والأنظمة المنظمة لعمليات التداول بالأوراق المالية.

¹ - محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية، أنقرة، تركيا، العدد 42، 2004، ص 42.

² - اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي اسيا (الأسكوا)، إستجابة للعمولة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الأسكوا، مرجع سبق ذكره، ص 37.

ثانيا - العضوية المقابلة (التداول عبر الحدود):

تتيح هذه الطريقة للمستثمر الأجنبي إمكانية الوصول إلى الشركات المدرجة في البورصات المحلية، وتشجع العديد من البورصات الدولية هذا النوع من التداول من خلال تيسير عمليات تنفيذ أوامر المستثمرين من كافة مناطق العالم داخل بورصتها.¹

ويستوجب هذا النموذج قبول عضوية الأعضاء في البورصات الأجنبية داخل البورصة المحلية ليتيح ذلك لمؤسسات الوساطة المالية الأجنبية التعامل داخل البورصة المحلية والأجنبية بشكل مباشر وفي ذات الوقت، ويطبق هذا النموذج من خلال طريقتين:

أ. العضوية عن بعد: بموجب هذه الطريقة يقوم المستودع المركزي للأوراق المالية بفتح حسابين للأعضاء عن بعد أحدهما حساب نقدي وآخر للأوراق المالية أو يقوم مباشرة بفتح حساب للمستودع المركزي ببلدهم الأصلي ويمكن إبرام إتفاقية موحدة للحفاظ المركزي لتقليل من المشاكل التي يمكن أن تعيق عملية التسوية في ظل إختلاف ممارسات التسوية والمقاصة بين مختلف بورصات العالم ويتكون أعضاء التسوية والمقاصة في حالة العضوية عن بعد من المستودعات المركزية.

ب. عن طريق الوسيط المحلي: ويشترط في هذه الحالة على الوسطاء الأجانب التعامل داخل البورصة المحلية من خلال الوسطاء المحليين وبالرغم من أن الوسيط المحلي يعتبر طرفاً مباشراً في عمليات التداول إلا أن مسؤولية الإخلال بالالتزامات يتحملها الوسيط الأجنبي والبورصة التي يتبعها هذا الوسيط ومؤسسة التسوية والمقاصة التي يتبعونها، ويستند هذا النموذج في تداولاته إلى وجود إتفاقيات تبرم بين الوسطاء المحليين والأجانب من جهة و بين البورصات وبين هيئات التسوية والمقاصة في كلتا البلدين من جهة أخرى وتتم تسوية الأوراق المالية بواسطة هيئة التسوية والمقاصة والحفظ المركزي في بلد التعامل وفيما يلي جدول يوضح الفرق بين الطريقتين:

¹ - محمد قمر الإسلام، مرجع سبق ذكره، ص 41.

جدول رقم (1.3) : يوضح الفرق بين نموذج العضوية عن بعد وعن طريق الوسيط المحلي

النظام	العضوية عن بعد	عن طريق الوسيط المحلي
التداول والتعامل	يفتح المستودع المركزي حساب بإسم العضو عن بعد أو بإسم المستودع المركزي لتابع له في البلد الأجنبي	التعامل يكون من خلال وسيط محلي
أعضاء التسوية	- الوسيط الأجنبي - المستودع المركزي التابع له الوسيط الأجنبي	الوسيط المحلي
تسوية الأوراق المالية و التقاص	تتم التسوية من خلال المستودع المركزي للأوراق المالية بالبلد الذي يتم به التعامل	تتم التسوية من خلال المستودع المركزي للأوراق المالية بالبلد الذي يتم به التعامل.

المصدر: محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 42.

وتستند هذه الطريقة على إستخدام الصحف الدولية الكبرى لنشر المعلومات عن الأوراق المالية بحيث تصل هذه الصحف إلى أوسع قاعدة ممكنة من المستثمرين، كما يدفع هذا النموذج الى رفع القيود التشريعية لسقف تملك الأجانب لأسهم الشركات المحلية المدرجة في البورصات ويساهم هذا النموذج في زيادة حجم تدفقات الإستثمارات المالية الأجنبية بشكل كبير، وتُدعم التكنولوجيا المتقدمة في الإتصالات وشبكة الإنترنت هذا النموذج.¹

ثالث - إدراج الشركات المشتركة:

هو أبسط أشكال التكامل والأكثر إنتشارا بين دول العالم و يسمح هذا الإدراج بتداول الأوراق المالية لدى البورصات المحلية في البورصات الأجنبية وتبقى هذه الأوراق المدرجة في البورصات الأجنبية خاضعة للوائح والأحكام المطبقة في بورصتها المحلية، و تشجع البورصات المحلية هذه العملية من خلال فتحها الباب لتسجيل الأوراق المالية المسجلة في بورصات أخرى.²

¹ - اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي أسيا (الأسكوا)، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الأسكوا، مرجع سبق ذكره، ص 37 .

² - محمد قمر الإسلام، مرجع سبق ذكره، ص 41.

وتسعى الشركات المدرجة في بورصات الدول النامية جاهدة نحو إدراج أسهمها في بورصة أخرى في شكل إدراج مشترك، خاصة في البورصات المتطورة ليس فقط لأجل الحصول على تمويل إضافي بل كذلك لأنها ستكون مضطرة لرفع مستوى ممارستها التجارية من خلال الإحتكاك المباشر مع شركات مدرجة في هذه البورصة المتطورة والتي تخضع لنظام قانوني ومعايير إفصاح أكثر تطوراً

ويساعد هذا النموذج البورصات في الدول النامية على إقامة صلات أقوى مع باقي البورصات الإقليمية والدولية، خاصة في ظل عدم قدرتها على توحيد قواعدها ونظمها وإجراءات التسوية والتقاص مع ما هو معمول به في هذه البورصات المتطورة، كما يعتبر هذا النموذج أقل كلفة لها خاصة أن المتطلبات القانونية تكون أقل مما لو إتجهنا نحو نموذج توحيد الأنظمة والتشريعات أو إقامة منصة موحدة للتداول وغالبا ما يناسب هذا النوع من الإدراج الشركات الكبرى المتواجدة في الدول النامية ذلك لأن عملية الإدراج المشترك تتطلب إستثمار أموال ووقت للتعرف على شروط الإدراج والإمتثال بها ما يشكل صعوبة أمام الشركات متوسطة الحجم، وبالرغم من التكاليف الإضافية لعملية الإدراج المشترك فإنها :

- تسمح بتوفر أموال يمكن أن لا تتاح في البورصات المحلية.
- تجذب عملية الإدراج المشترك الإستثمارات العالمية إلى شركات المحلية.
- زيادة عمق البورصة المحلية من خلال إدراج مشترك لشركات أجنبية و كمثل على الإدراج المشترك¹:
 - يتم تداول أغلب أسهم شركات أمريكا اللاتينية في بورصة نيويورك.
 - تضم بورصة لندن شركات أجنبية لأكثر من 60 دولة.

ويوجد العديد من النماذج الأخرى لربط بين البورصات تختلف حسب درجة التجانس والإختلاف بين البورصات المراد ربطها، وقد حصر (فريد النجار، 2004) نماذج الربط بين البورصات في النماذج التالية²:

- أ. الربط الحاسوبي: يستوجب هذا النموذج وجود شبكة تربط بين حواسيب البورصات المعنية بعملية الربط ما يجعلها تشكل شبكة مركزية واحدة يديرها برنامج إلكتروني واحد، ويتطلب تطبيق هذا البرنامج:
- توحيد هندسة البرمجيات المطبقة في البورصات.
 - الإعتماد على قاعدة بيانات موحدة.

¹ - اللجنة الإقتصادية و الإجتماعية لغربي (الأسكوا)، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة

الأسكوا، مرجع سبق ذكره، ص 39.

² - فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 167.

- و يضمن هذا النموذج تيسير تنفيذ الأوامر من عدة بورصات بنفس الطريقة والمواصفات والشروط.¹
- ب. **الربط البريدي العاجل:** يُستخدَم هذا النموذج عادة في الربط بين البورصات في الظروف التي تستوجب تبادل الأوراق المالية والصكوك المالية والعقود الرسمية ويستعان في هذا النموذج بالشركات المتخصصة والتي لها فروع عبر كافة مناطق العالم.
- ج. **الربط بالوسطاء الماليين:** سَتَخطَم هذا النموذج الوسطاء الماليين في الربط بين البورصات من خلال السماح لهم بالتعامل في مختلف البورصات إضافة إلى البورصات المسجلين بها.²
- د. **الربط بالشركات المالية العالمية:** تستعين البورصات في عملية الربط هذه بالشركات المالية العالمية التي تمتلك فروعاً ومكاتب في الدول الأعضاء وتقدم هذه الشركات العديد من الخدمات مثل الإستشارات وإدارة المحافظ والإصدارات العالمية والتداول في هذه البورصات.
- هـ. **الربط بمحفظة الإستثمار الدولية:** تم عملية الربط في هذه الطريقة من خلال تشكيل محفظة إستثمارية تتكون من أوراق مالية مسجلة في بورصات مختلفة وبعملات مختلفة وتُوجِب هذه الطريقة على مديري المحافظ الإستثمارية التعامل في أكثر من بورصة وتتبع حركة الأسعار وأسعار الصرف ويستوجب هذا النموذج وجود إتصال مستمر مع وسطاء من مختلف البورصات ليضمن بذلك التنفيذ السريع للأوامر وتدقيق المعلومات ونتيجة لذلك فقد ساهمت هذه الطريقة في الربط بين البورصات.³
- و. **الربط بالسياسات المالية:** يستند هذا النموذج في عملية الربط على توحيد السياسات المالية المتعلقة بالبورصة من خلال توحيد سياسات الإستثمار وقوانين شركات المساهمة العامة وشروط إدراج الأوراق المالية.
- ز. **الربط التنظيمي:** تقوم عملية الربط في هذا النموذج على تنسيق الهياكل التنظيمية بين البورصات وبذلك تتوحد جميع الأنشطة والإدارات وآليات التداول ليسهل بعد ذلك عملية الربط في ما بينها.
- ح. **الربط التشريعي:** يتم الربط خلال هذا النموذج بتوحيد التشريعات والقوانين مثل توحيد تشريعات التقييد والإدراج، والإستثمار في الأوراق المالية وقوانين الإفصاح المالي.

¹ - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 177.

² - فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 169.

³ - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 177.

ط. الربط بالشركات المشتركة: تلعب هذه الشركات دوراً إستراتيجياً مهماً في الربط بين البورصات من خلال فروعها المتعددة والمتواجدة في أماكن جغرافية مختلفة ما يسهل عليها عملية التسجيل في العديد من البورصات.

ي. الربط المتكامل: يشمل نموذج الربط هذا استخدام أكثر من نموذج في عملية الربط بين البورصات مثل الربط بين البورصات من خلال شبكة الحواسيب والبريد السريع والعمل على توحيد أنظمة التسجيل و الإدراج وغيرها.

المطلب الثالث: تجارب التكامل بين البورصات عبر العالم

صاحب إنتشار العولمة و التوسع في عملية إلغاء القيود على المعاملات المالية الدولية موجة من الإندماجات بين بورصات الأوراق المالية في أواخر الثمانينات، وقد تركزت عمليات الإندماج هذه أساساً بين بورصات متوسطة الحجم خاصة في أوروبا حيث بقيت بورصة لندن بعيدة عن أي محاولة للإندماج و بورصة فرانكفورت وفي أمريكا بقيت كذلك بورصة نيويورك دون إندماج مع أي بورصة أخرى ومن تجارب التكامل بين البورصات في العالم نذكر:

1. سوق الأوراق المالية لدول الشمال (NOREX): يمثل (النوركس) تحالفاً إستراتيجياً بين بورصات منطقة شمال أوروبا ويشمل هذا التحالف كل من بورصة كوبنهاجن وبورصة إيسلاند وبورصة أوسلو وبورصة ستوكهولم وتغطي هذه البورصات 80 في المائة من تعاملات الأسهم، و90 في المائة من تعاملات السندات في الدول الإسكندنافية ويربط النوركس بين بورصاته من خلال نموذج العضوية المقابلة (أوالمشتركة)، حيث تشجع الشركات المدرجة في البورصات الأربعة على تسجيل أوراقها المالية في البورصات الأخرى إضافة إلى أن هذا التكامل يسعى لتوحيد الأنظمة المتداولة وتوحيد الإطار التنظيمي للبورصات الأربعة من خلال¹:

- إستخدام نظام تداول مشترك يدعم قدرة البورصات ويرفع من درجة عمقها وإتساعها.

- توحيد الإطار التنظيمي للبورصات فيما يخص التعاملات وتسجيل أوراقها المالية ومتطلبات العضوية.

- غير أن هذا التحالف لا زال يحتاج إلى نظام موحد للتسوية والمقاصة ليدعم هذا التكامل.²

¹ - الإتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة جدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، إدارة الشؤون الإقتصادية، ديسمبر 2008، ص 75.

² - محمد قمر الإسلام، مرجع سبق ذكره، ص 41 .

2. إتحاد أسواق الأوراق المالية اليورونكست (Euronext): يمثل هذا الإتحاد أكبر رسملة سوقية في منطقة اليورو

ويتكون هذا الإتحاد من ثلاث بورصات هي بورصة باريس وبورصة بروكسل وبورصة أمستردام ويعتبر أول إندماج من نوعه في العالم حيث إستطاع دمج ثلاث بورصات لتشكيل بورصة واحدة.

وقد نشأ هذا الإتحاد نتيجة تزايد طلب السوق على التكامل بين بورصات الأوراق المالية في أوروبا خصوصا نتيجة وجود مناخ ملائم لهذا الإتحاد ونتيجة لبداية التداول بالعملة الأوروبية الموحدة "اليورو" حيث أعد اليورونكست ليقوم بتوحيد البورصات الأوروبية.¹

يعتبر هذا الإتحاد إندماجا دوليا ذلك لما شمله من تنوع في جنسيات الشركات والكوادر الإدارية للبورصة وحملة الأسهم وأعضاء السوق، وقد بقي باب العضوية مفتوحا في هذا الإتحاد أمام باقي البورصات الأوروبية* الأخرى² وأصبحت البورصات الثلاث فروعاً لليورونكست وهي "شركة هولندية لإستثمارات الحافظة"، حيث تغيرت تسمية البورصات الثلاث لتصبح يورونكست باريس، يورونكست بروكسل، يورونكست أمستردام حيث إمتلك المساهمون السابقون في بورصة باريس 60 في المائة من اليورونكست، في حين إمتلك المساهمون السابقون في بورصة أمستردام 32 في المائة، وإمتلك المساهمون السابقون في بورصة بروكسل 8 في المائة.³

ويكفي الشركة الرغبة في الدخول إلى اليورونكست إختيار أحد البورصات الثلاث، وبعد أن تختار نقطة الدخول ستخضع مباشرة للوائح التي تنظم عمل تلك البورصة داخل الدولة، فبالرغم من عملية الإندماج حافظة البورصات الثلاث على كياناتها القانونية المنفصلة، كما يخضع المشاركون في السوق إلى الرقابة القانونية من الدولة التي منحت الترخيص وتتم عمليات التداول من خلال منصة واحدة وفي نفس النظام الإلكتروني وتتولى عمليات المقاصة والتسوية بين المتعاملين في البورصات الثلاث دار المقاصة (Clearnet) وقد حقق هذا الإتحاد نجاحا معتبرا خاصة نتيجة إرتفاع كفاءته ودرجة سيولته وإخفاض تكاليف التسوية والمقاصة والتعامل.⁴

ويهدف هذا الإتحاد إلى النهوض بباقي البورصات الأوروبية، إضافة إلى أنه يسعى لوضع معايير عالمية لأسواق الأوراق المالية في مجال نشر المعلومات وعمليات التداول ونظم المقاصة والتسوية، ويعتبر هذا الإتحاد عضو في

¹ - Licht. Amir, **STOCK MARKET INTEGRATION IN EUROPE**, Program on International Financial Systems, Harvard Law School, United States of America ,March 1997,p52.

* - إنظمت له بورصة برشلونة فيما بعد.

² - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 177.

³ - الإتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة جدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، مرجع سبق ذكره، ص 77.

⁴ - محمد قمر إسلام، مرجع سبق ذكره، ص 9.

إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية، حيث يشجع الإتحاد باقي البورصات الأوروبية على التحالف معه للرفع من كفاءتها.¹

3. الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية:

بعد أربع سنوات من التعاون الغير رسمي بين البورصات الأوروبية قرر المشاركون في إجتماع ممثلي البورصات الأوروبية في باريس ماي1957 وضع إطار مؤسسي لعملهم فقاموا بإنشاء الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية سنة1961، وقد عرف هذا الإتحاد نمو وتطورا مستمرا منذ إنشائه حيث يضم في عضويته اليوم 56 بورصة منظمة من مختلف دول العالم وتمثل هذه البورصات أكثر من 97 في المائة من رسملة أسواق الأسهم العالمية. ولا تنص قواعد الإتحاد على ضرورة توحيد أنظمة التداول ولا يوفر منصة لتداول المنسق إلا أنه يعتبر محفلا للإتصال والتحليل والتشاور وتبادل الخبرات بين الأعضاء خاصة أنه يضم في عضويته البورصات الرئيسية في العالم التي تتنافس فيما بينها لتقديم أرقى الخدمات للمستثمرين، و دأب هذا الإتحاد على عقد الإجتماعات والمؤتمرات وتنظيم ورشات عمل متخصصة ونشر دراسات تشمل كافة جوانب تجارة الأوراق المالية (فنية، قانونية إقتصادية)، حيث باتت العضوية في هذا الإتحاد تدل على أن البورصة العضو تتمتع بمعايير تجارية معينة ومتعارف عليها.

يعتبر الإتحاد هيئة إستشارية في قضايا التداول عبر الحدود وعمليات المقاصة والتسوية وقد طورت البورصات الأعضاء في الإتحاد سلسلة من الإجراءات والممارسات التجارية السليمة التي من شأنها أن تضمن حماية أكبر للمستثمر وتساعدهم في التنبؤ بحركة الأسعار، وتبدأ سلسلة الممارسات هذه انطلاقا من تقديم طلب التعامل داخل البورصة إلى غاية عمليات التداول والتسوية والمقاصة والحفظ والتصريح وتحسين الخدمات الإدارية وقد حدد الإتحاد أهدافه الرئيسية في:

- عرض دور بورصات الأوراق المالية و وظائفها وأهمية وجود بورصات ذات كفاءة داخل أي إقتصاد.
 - ضمان وجود إطار منظم يتكفل بمناقشة القضايا المتعلقة ببورصات الأوراق المالية ذات الإهتمام المشترك وتكثيف البرامج التدريبية الداعمة لعمليات البورصة من خلال تنظيم ورش عمل و إعداد الدراسات وصياغة الممارسات السليمة لرفع من تنافسية البورصات.
 - تأسيس علاقات التعاون مع الجهات الإشرافية التي تعمل ضمن نطاقها البورصات الأعضاء
 - دعم البورصات الناشئة في مساعيها لتطوير تعاملاتها لتوكل معايير الإتحاد.
- ويدير الإتحاد قاعدة بيانات إحصائية وإعلامية تتضمن معلومات شاملة حول البورصات الأعضاء.

¹ - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره ، ص177

وقد عُدَّتْ العديد من الإرتباطات والإندماجات بين بورصات الأوراق المالية في شتى أنحاء العالم كما شُكِلَتْ عدة إتحادات إقليمية لأسواق الأوراق المالية تهدف لتشجيع التعاون والتنسيق فيما بين أعضائها ومن هذه الإتحادات نذكر:

4. إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية: مقره في بروكسل ويمثل هذا الإتحاد 27 بورصة من كل أنحاء أوروبا، يضم هذا الإتحاد أسواق الأوراق المالية وأسواق العمليات الأجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا ويعتبر هذا الإتحاد بمثابة الجسر الذي يربط المتعاملين في البورصات الأوروبية والسلطات على مستوى الإتحاد الأوربي، وتبقى عضوية الإتحاد مفتوحة أمام كافة الدول أوروبية المنظمه للإتحاد الأوربي والدول الساعية للإنضمام، ويهدف هذا الإتحاد إلى¹:

- تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأوروبية.
- المساهمة في ترقية البورصات الأوروبية وتشجيع التعاون والتنسيق فيما بينهما في مجالات التداول والتسوية والمقاصة والإيداع.
- يسعى إلى الدعم التدريجي لعملية التكامل بين البورصات الأوروبية.
- يشكل الإتحاد محفلاً تقوم خلاله البورصات الأوروبية الأعضاء بمناقشة إحتياجات المتعاملين في البورصات وسبل تلبيتها ويسعى هذا الإتحاد إلى وضع البنية الأساسية لإقامة بورصات أوروبية فعالة يصدر الإتحاد تقارير إحصائية شهرية حول نشاط البورصات الأعضاء.

5. إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية: يمثل الإتحاد 22 بورصة تضم أكثر من 9000 شركة ويبلغ متوسط التعاملات اليومية به أكثر من 500 مليون دولار، وقد أُسِسَ هذا الإتحاد بمبادرة من سوق إسطنبول للأوراق المالية سنة 1995، وتبقى عضوية الإتحاد مفتوحة أمام كافة البورصات من أوروبا وآسيا الراغبة في الإنضمام والتي تستجيب لمعايير الجمعية العامة، ويهدف هذا الإتحاد إلى:

- تعزيز التعاون بين البورصات الأعضاء ودعمها للأرتقاء بأدائها.
- تمثيل البورصات الأعضاء في المحافل الدولية مع الإتحادات الدولية الأخرى.

¹ - محمد قمر إسلام، مرجع سبق ذكره، ص 32.

— التنسيق فيما بين البورصات الأعضاء لزيادة درجة التكامل فيما بينهما ودعم عمليات الإدراج المشترك وتداول عبر الحدود.

6. إتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية: تأسس هذا الإتحاد في جانفي 2000 ، من قبل كل من بورصة

سريلانكا، بورصة باكستان، بورصة نيبال، بورصة الهند، بورصة بوتان، بورصة بنغلادش، وتبقى العضوية في الإتحاد مفتوحة أمام كافة البورصات من بلدان جنوب آسيا ويهدف هذا الإتحاد إلى:

- تشجيع التعاون بين البورصات الأعضاء والعمل على الرفع من مستوى أدائها.
- التنسيق فيما بين البورصات الأعضاء و سعي نحو توحيد المعايير والإجراءات المطبقة داخلها.
- تمثيل البورصات الأعضاء في المحافل الدولية.
- دعم عمليات التسجيل عبر الحدود بين الدول الأعضاء و تذليل الصعوبات أمامها.
- تقديم خدمات إستشارية ومعونات فنية إلى البورصات الأعضاء في الإتحاد لتطوير أدائها، كما ينظم الإتحاد ندوات و ورشات عمل حول كافة الجوانب المتعلقة بالبورصات.

7. جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية: تأسست هذه الجمعية في كينيا سنة 1993، من أجل وضع إطار منظم

يهدف لدعم سبل التعاون المشترك بين البورصات الإفريقية، وتهدف هذه الجمعية إلى:

- إيجاد إطار منظم لدعم التعاون المشترك بين البورصات الإفريقية وتبادل المعلومات والخبرات فيما بينهما.
- تطوير معايير الإصدار وتسجيل الأوراق المالية وعمليات التداول والتسوية والمقاصة والحفظ داخل البورصة الأعضاء.
- تمثيل البورصات الأعضاء في المحافل الدولية.
- تشجيع ودعم الجهود لإقامة بنك للمعلومات يضم بيانات ومعلومات عن نشاط البورصات الأعضاء.

8. إتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية : تأسس هذا الإتحاد بمدينة (ريو دي جينيور) بالبرازيل سنة 1973 و يضم

في عضويته كل من بورصات الدول التالية: البرازيل، إسبانيا، سيلفادور، إكوادور، كوستاريكا، البرتغال، المكسيك البيرو، الأروغواي ويهدف هذا الإتحاد إلى¹:

- تشجيع التعاون بين البورصات الأعضاء وتقديم المساعدة والدعم للنهوض بها.

¹ - محمد قمر إسلام، مرجع سبق ذكره، ص 39.

- التشاور وتعاون مع الجهات الوطنية والدولية فيما يخص المسائل المتعلقة بالبورصات لأجل توحيد المعايير واللوائح الخاصة بعمليات الإصدار والتداول والإيداع والتسوية.
- دعم كافة أشكال التعاون بين البورصات الأعضاء ودعم عمليات الإدراج المشترك.
- تقديم الإستشارات الفنية والخبرات للدول الأعضاء.¹

9. إتحاد البورصات وهيئات الأسواق المالية العربية: تأسس في سنة 1982 ويسعى هذا الإتحاد إلى تيسير تدفقات الإستثمارات المالية بين الدول العربية من خلال التنسيق بين البورصات العربية والعمل على إنشاء سوق إقليمية عربية للأوراق المالية.²

¹ - نفس المرجع السابق، ص 39.

² - اللجنة الإقتصادية والاجتماعية لغربي (الأسكوا)، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الأسكوا، مرجع سبق ذكره، ص 45.

المبحث الثاني: الجهود الرامية للربط بين البورصات العربية

رغم كل ما شهدته البورصات العربية من برامج للإصلاح إلى أنها لازالت تعاني من صغر حجمها وضيق نطاقها وضعف أدائها وبقي دورها محدودا داخل إقتصادياتها (بدرجات متفاوتة)، وقد برزت فكرة تفعيل التكامل بين البورصات العربية كخيار إستراتيجي لتجاوز هذه العوائق، ولمواجهات المنافسة الشديدة التي فرضتها عليها البورصات المتقدمة، وسنستعرض في هذا الجزء من الدراسة دوافع الربط بين البورصات العربية ومحاولات الربط بين البورصات العربية وتقييم أداء هذه المحاولات.

المطلب الأول: دوافع التكامل بين البورصات العربية

تعددت المتغيرات الإقتصادية العالمية والمحلية التي دفعة البورصات العربية للتفكير في عملية التكامل فيما بينها خاصة بعد أن أصبح عالم اليوم يتحرك صوب تكامل مالي واحد، ومن بين الدوافع التي دعت الدول العربية إلى السعي نحو إقامة تكامل بين بورصاتها نذكر:

أولاً - توقيع الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات: (GATS) General Agreement Taride in Services

أبرمت هذه الإتفاقية في ظل زيادة التوجه نحو تحرير تجارة الخدمات حيث دافعت عليها أكثر من 132 دولة سنة 1997، وقد ركز الجزء الأول من هذه الإتفاقية على المقصود بتجارة الخدمات من خلال الإستناد إلى أنماط تأدية الخدمة حيث قد تأخذ شكل:

- إنتقال الخدمة من المورد إلى الدولة المستفيدة مثل خدمات البنوك، شركات التأمين.
 - إنتقال مستهلك الخدمة من دولة إلى أخرى تقدم الخدمة مثل ما هو عليه الأمر في السياحة.
 - إنتقال المشروع المؤدي للخدمة إلى الدولة المستفيدة مثل شركات الوساطة المالية أو إنتقال الفرد صاحب الخدمة لأدائها في دولة أخرى مثل الخبراء والمستشارين.
- في حين ركز الجزء الثاني من هذه الإتفاقية على الإلتزامات والضوابط العامة لهذه التجارة وتقسّم الدول العربية في تعاملها مع الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات إلى مجموعتين¹:
- المجموعة الأولى: وتضم الدول العربية التي لديها أسواق أوراق مالية غير أنها لم تلتزم بعد بتقديم أي إلتزامات محددة فيما يخص التعامل داخل أسواقها المالية وهي الأردن، السعودية، عمان.

¹ - شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص139.

- المجموعة الثانية: وتشمل الدول العربية التي أنظمت إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات وقدمت إلتزامات فيما يتعلق بالتعامل في أسواقها المالية وهي: مصر، الكويت، البحرين، قطر، تونس، الإمارات، المغرب.

إلتزامات الدول العربية في إطار الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات¹:

أ. **النفوذ إلى الأسواق:** يلتزم العضو بتنفيذ التعهدات المحددة في الجداول المقدمة من طرفه، والتي يمنح بموجبها موردي الخدمات معاملة لا تقل عن تلك التي تعهد بها في جداوله ويعتبر بند النفوذ إلى الأسواق أحد أهم الأهداف التي تسعى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات إلى تحقيقه، خاصة أن ذلك سيسمح بدخول موردي الخدمات الأجانب إلى الأسواق المحلية للدول الأعضاء والتنافس مع منتجي الخدمات المحليين وقد حددت الإتفاقية الإجراءات التي لا يجوز للأعضاء الإبقاء عليها إلا إذا قام العضو بإدراجها في جداول التزاماته ومن مثل هذه الإجراءات نذكر:

- وضع حدود لعدد موردي الخدمات الأجانب من خلال حصص أو إحتكارات.
- وضع حدود على إجمالي قيمة التعاملات لموردي الخدمات.
- وضع حدود على إجمالي عدد العمليات الخدمية.
- وضع حدود على تملك الأجانب داخل البورصات المحلية سواء للإستثمارات الفردية أو مؤسسية.

أثار بند النفوذ إلى الأسواق على الدول العربية الملتزمة بجداول معينة:

- مصر: لا يوجد قيود أمام الشركات الأجنبية للعمل في السوق المالي المصري وكافة أنشطة البورصة من خدمات الإكتتاب والترويج وإنشاء صناديق إستثمار وشركات الوساطة والسمسرة والتداول.
- المغرب: لا يوجد أي قيود على الحضور التجاري للشركات الأجنبية سواء بهدف التداول أو المشاركة في عمليات الإصدار وتقديم الخدمات الإستشارية.
- قطر: لا يوجد قيود على تزويد الخدمات عبر الحدود غير أنه ما زال هناك قيود على تواجد البنوك الأجنبية.
- البحرين: تشترط على الحضور التجاري للشركات الأجنبية العاملة في مجال تداول الأوراق المالية الحصول على ترخيص مسبقة إضافة إلى أن لا يقل رأسمال الشريك البحريني في هذه الشركات عن 51 في المائة أما باقي الشركات الأجنبية التي تمارس أنشطة (الترويج والإكتتاب وإدارة المحافظ أو صناديق الإستثمار فيكفي الحصول على ترخيص مسبق).
- تونس: يخضع الحضور التجاري للشركات الأجنبية العاملة في مجال الخدمات المالية لبعض القيود (الحصول على تراخيص).
- الإمارات العربية المتحدة: لا يوجد قيود على النفوذ إلى الأسواق ولا قيود على إنشاء مكاتب تمثيل

¹ - نفس المرجع السابق، ص 139.

ب. **المعاملة الوطنية:** تمنح بموجب هذا البند الدول الأعضاء في الإتفاقية موردي الخدمات الأجانب رعاية لا تقل عن تلك التي توفرها لموردي الخدمات من رعاياها ولم تستطع الدول النامية ومن بينها الدول العربية الحصول على بعض الإستثناءات من خلال وضع قيود على منح المعاملة الوطنية للشركات المنافسة لشركاتها الوطنية، خاصة إذا كانت هذه القيود ستترفع من الوضع التنافسي للشركات الوطنية أمام غيرها من الشركات الأجنبية، وسيرجح هذا الأمر بلاشك من الكفة التنافسية لشركات الأجنبية، نتيجة ما تمتلكه من خبرات متراكمة وتفوق تكنولوجي.

آثار الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات على أسواق رأس المال العربية:

1) الآثار الايجابية: من المنطقي أن تختلف الفوائد والمكاسب المحققة من هذه الإتفاقية باختلاف ظروف كل

دولة وتنقسم المكاسب التي تتحصل عليها الدول العربية نتيجة تحريرها لتجارة الخدمات المالية إلى:

- مكاسب ساكنة: تتحقق هذه المكاسب من خلال الإستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة نتيجة ترشيد توزيع هذه الموارد.
- مكاسب ديناميكية: وتعلق هذه المكاسب بما ستستفيد منه الدول العربية من الخارج من خلال زيادة المنافسة والتقدم التكنولوجي والإستفادة من الخبرات الأجنبية.

وتتمثل أهم الآثار الإيجابية لهذه الإتفاقية¹:

- الرفع من كفاءة وفعالية الأسواق المحلية وجذب الاستثمارات الأجنبية.
- إكتساب ظاهرة الأعمال المالية الشاملة خاصة في نشاطات الصيرفة والأسواق المالية.
- التعزيز من قدرات المؤسسات المالية العربية على الدخول في الأسواق المالية العالمية والحصول على تمويل بشروط ملائمة.
- دعم التواجد المالي العربي في الخارج خاصة من طرف دول الخليج.

2) الانعكاسات السلبية لهذه الاتفاقية:

أ. مجاهدة التكتلات المالية العالمية: لقد شهدت الساحة العالمية توسعا في عمليات الإندماج التكتل والإستحواذ ما أسفر عن ظهور مؤسسات مالية ومصرفية عملاقة ستواجه بموجب بنود هذه الإتفاقية مؤسسات مالية صغيرة ومبعثرة داخل الدول العربية.

ب. مخاطر تدفقات رؤوس الأموال العربية إلى الخارج وآثار الهروب المفاجئ لرؤوس الأموال على البورصات العربية.

¹ - نفس المرجع السابق، ص140.

ج. تأثر بعض الدول العربية التي لم تقدم التزامات سلبا بإنضمام دول عربية أخرى وتقديمها لالتزامات خاصة:

- أن المزايا التي ستحصل عليها الشركات الأجنبية في الأسواق العربية لن تحصل عليها شركات الدول العربية الغير المنظمه للإتفاقية وسيضعف ذلك موقفها التنافسي، ولتجاوز ذلك سيتوجب على الدول العربية التي تتبعها هذه الشركات، الدخول في الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات أو إبرام إتفاقيات مع الدول العربية الأعضاء في (GATS) للحصول على معاملة مماثلة.

- ستتعرض البورصات في الدول العربية الغير ملتزمة بهذه الإتفاقية إلى منافسة شديدة من قبل البورصات في الدول العربية التي قدمت لالتزامات مما يجبرها على تقديم تنازلات لا تقل عن تلك المقدمة في إطار الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات.

- يوجد بعض الدول العربية في أمس الحاجة لمواردها المالية المحلية نتيجة نقصها ولا تتحمل هروبها وأخروجها ل يتم إستثمارها في الخارج مثل الأردن ولبنان.

يرى أغلب الإقتصاديين أن هذه الإتفاقية (ورغم الجهود المبذولة من طرف وفود الدول النامية) جاءت لتعكس في مجملها وأكثر أحكامها مصالح الدول المتقدمة، ما يرفع من حجم التحديات التي ستواجهها الدول النامية ومن بينها الدول العربية ويلزمها بالإستعداد لها ويدفعها ذلك نحو مباشرة عملية الربط بين البورصات العربية وتحقيق التكامل فيما بينها لتشكل بذلك قوة ضاغطة، حيث سيساهم ذلك في الرفع من أدائها ويدعم جاذبيتها على إستقطاب الإستثمارات الأجنبية.¹

لأن الإلتزام بهذه الإتفاقية في ظل الظروف الراهنة سيدفع نحو خروج المدخرات العربية للإستثمار في الأسواق المالية العالمية وبالتالي سيؤثر هذا على الإستثمارات الوطنية إضافة إلى زعزعة إستقرار البورصات العربية نتيجة تعرضها للمنافسة الشديدة، في ظل ضعف مواردها المالية والبشرية والتكنولوجية وعدم وجود بيئة إقتصادية مناسبة للإستثمار تساعد على جذب تدفقات أكبر من الإستثمارات الأجنبية مما يتطلب منها وضع سياسة جديدة للتعامل مع رأس المال الأجنبي تقوم على توحيد مختلف القوانين والتشريعات المنظمة لعملية دخول الأموال للمنطقة العربية ودعم عملية التكامل بين البورصات العربية.

¹ - كريم سالم حسين، إبراهيم رسول هاني، مرجع سبق ذكره ص 20.

ثانيا - الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتھا الدول العربية:

عرفت التسعينات من القرن الماضي توسعا في تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي وقد طالت عمليات الإصلاح هذه البورصات العربية، فسعت لإعادة تنشيطها وإحياء دورها وتطويرها وقد واكبت هذه الإصلاحات سياسات الخصخصة والتحول نحو القطاع الخاص. وإستهدفت حركة الإصلاح داخل البورصات العربية تطوير القواعد والنظم والتشريعات والمؤسسات المتعاملة في البورصة ساعية من خلال هذه الإصلاحات إلى:

أ. إيجاد بيئة اقتصادية مشجعة للإستثمار في الأوراق المالية تحمي حقوق المستثمرين وتدعم الثقة في السوق.

ب. زيادة جاذبية التعامل بالأدوات المالية لتحفيز قيام الشركات بطرح إصدارات جديدة. ولم تحمل هذه الإصلاحات التطورات التكنولوجية الجارية في البورصات العالمية فعمدت إلى تجهيز بورصاتها بأحدث التقنيات العالمية والعمل على تطوير أنظمة التداول والتأكيد على أهمية الإفصاح القانوني والنشر الدوري والمستمر للبيانات والمعلومات عن الشركات المدرجة داخل بورصاتها.

كما قامت السلطات في العديد من الدول العربية بالفصل بين السلطات التنفيذية (التنظيمية) للبورصة والسلطة الرقابية التشريعية ويعد هذا أهم فصول الإصلاح داخل البورصات العربية، إضافة إلى تحديث القوانين واللوائح المنظمة لعمل الوساطة المالية ومتطلبات الإدراج، وقد هيب ذلك الوضْع أمام التنسيق والتعاون العربي خاصة في ظل التوجه نحو المزيد من الإندماجات بين البورصات العالمية.¹

ثالثا - محدودية البورصات العربية وضعف أدائها(رغم الإصلاحات):

رغم الإصلاحات والتحديثات التي شهدتها البورصات العربية إلا أنها لم تتمكن من لعب دورا فعالا داخل إقتصاديتها ولازالت البورصات العربية تفتقر إلى العمق وضعف حجم التداولات داخلها كما لازالت بعض الحكومات العربية تمنع صناديق التقاعد والمعاشات من المشاركة في البورصات المحلية نظرا لكبر حجمها بالنسبة لحجم بورصتها والذي سيمكنها من التأثير في أسعار الأوراق المالية، وقد دفعت قلة فرص التنوع في البورصات العربية إلى توجه عدد كبير من المستثمرين للإستثمار في الأوراق المالية الغير مدرجة في البورصات الأمر الذي ساهم في تخفيض القيمة السوقية لهذه البورصات وتخفيض درجة سيولتها.²

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، نشر وتوزيع مجموعة النيل العربية، مصر، 2003 ص215.

² - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا(الاسكو)، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الإسكو)، مرجع سبق ذكره، ص38-47

تتسم التعاملات داخل البورصات العربية بوجود أموال كبيرة تلهث وراء عدد محدود من الأوراق المالية ما رفع من حدة المضاربات داخل البورصات العربية من جهة ومن جهة أخرى دفع هذا كبار المستثمرين للإحتفاظ بأوراقهم المالية وبالتالي زيادة حدة إنخفاض البدائل المطروحة أمام المستثمرين، والذي سينعكس بإنخفاض حجم التداولات داخل البورصات العربية وسيؤثر هذا مباشرة على كفاءة البورصة وتصبح بذلك المعلومات الواردة الى البورصة لا تعكس بالضرورة الأسعار السائدة في البورصة، إضافة إلى وجود هامش كبير لتقلبات أسعار أوراق المالية والذي يؤدي إلى تنفير المستثمرين من التعامل في البورصات العربية.

وأمام عجز البنوك التجارية العربية بإمكانياتها الحالية عن تغطية تمويل إحتياجات التنمية الإقتصادية التي تتطلب قروض كبيرة طويلة الأجل، دفع ذلك بالبحث عن سبل لتنشيط البورصات العربية، وتعد عمليات الربط بين البورصات العربية من أهم الخيارات المطروحة خاصة أن هذا الأمر سيضمن لها تجاوز العديد من المشاكل.

رابعا- الجهود الكبيرة التي تقوم بها المؤسسات الإقليمية العربية وعلى رأسها إتحاد البورصات العربية وصندوق النقد العربي:

أ. إتحاد البورصات العربية:

أنشئ الإتحاد في جانفي 1982 بعد إتفاق البورصات العربية على إنشاء كيان عربي مشترك يتولى مهمة التنسيق بين البورصات العربية وتشجيع التعاون فيما بينها، ووفقا للنظام الأساسي لهذا الإتحاد فإنه يتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة ويكون غير هادف للربح مقره في بيروت ويمكن للإتحاد فتح فروع له داخل الدول العربية.

يهدف هذا الإتحاد حسب ما جاءت به المادة الثالثة من نظامه الأساسي إلى تنسيق العمل بين أعضاءه وتيسير تبادل المعونة الفنية فيما بينهم، إضافة إلى المساهمة في تنسيق القوانين والأنظمة المعمول بها في البورصات العربية وتوسيع قاعدتها وتنويع أدواتها، وتشجيع إدراج وتداول الأوراق المالية العربية إضافة إلى تشجيع استثمار رؤوس الأموال العربية في مشاريع تنموية مشتركة.

ويقوم الإتحاد بتحقيق أهدافه من خلال تشجيع عمليات إنشاء بورصات عربية والعمل على تطويرها ودعم تبادل المعلومات بين البورصات العربية حول المتعاملين، ونشر الوعي الإدخاري والإستثماري بين المواطنين العرب، إضافة الى توفير الدراسات والخبرات الفنية لرفع من كفاءة أداء البورصات العربية¹، وقد شهدت البورصات العربية منذ منتصف التسعينات موجة من إتفاقيات التعاون وإتفاقيات الإدراج المتبادل بينها.²

ب. صندوق النقد العربي¹:

لقد توجه صندوق النقد العربي نحو العمل على تطوير البورصات العربية والربط فيما بينها منذ تأسيسه فقد نصت المادة الرابعة من إتفاقية إنشاء الصندوق بأنه يهدف الى العمل على تطوير الأسواق المالية العربية ونصت المادة الخامسة على أنه من بين الوسائل المستخدمة في تحقيقه لأهدافه تشجيع حركة إنتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية.

وقد إعتد الصندوق في بادئ الأمر برنامجا طموحا يسعى لإنشاء سوق للأوراق المالية العربية وقد دعمت بروز هذه الفكرة الفوائض المالية النفطية العربية المحققة في ذلك الوقت، غير أن هذا المشروع إعترضه العديد من العوائق وعلى رأسها القصور الذي كانت تعانيه كل البورصات العربية على إختلاف مستويات تطورها وقد عدل الصندوق برنامج عمله ليستهدف:

- القيام بدراسات ميدانية لأسواق الأوراق المالية العربية للوقوف على العوائق التي تحول دون نموها وتطورها وإفتتاحها على بعضها البعض وتقديم الإقتراحات.
- إنشاء قاعدة بيانات لأسواق الأوراق المالية العربية وإعداد مؤشر يقيس أداءها من خلال إستخدام منهجية موحدة، ليساهم في تقديم بيانات ومعلومات بشكل منسق وعلمي وبصفة دورية ومنظمة.
- تقديم المساعدات الفنية للدول الأعضاء لتطوير بورصاتها وقد صدر العدد الأول من (النشرة الفصلية لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي) في أبريل سنة 1995 وتستند هذه النشرة على قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية في الصندوق وتعتبر هذه النشرة الأولى من نوعها فيما يتعلق بنشاط البورصات العربية والتطورات التي تشهدها.

وفي إطار الجهود المبذولة لتنشيط عمليات التداول في البورصات العربية ولرفع من درجة تنوع الأدوات المالية المتداولة داخلها من حيث تواريخ إستحقاقها والجهات المصدرة لها أنشاء الصندوق بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية ومجموعة (فيتش ايكيا) وهي أحد أكبر شركات التقييم في العالم "الشركة العربية لتقييم الملائمة الإئتمانية" وأبرمت إتفاقية إنشاء الشركة في أكتوبر 1995، وتم تأسيسها في مارس 1996، وإعتمدت هذه الشركة منهجية موحدة للتقييم وتصنيف ملائمة الجهات المصدرة للأوراق المالية بشكل الذي يسمح بالمقارنة بينها على أسس علمية موضوعية ومتسقة وقد فتحت هذه الشركة فرع لها في تونس بإسم "شركة المغرب للتقييم" وفرع آخر في مصر بإسم "النيل لتقييم وتصنيف الأوراق المالية".

¹ - صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره ، ص ص 4-12.

ويعتمد صندوق النقد العربي في رؤيته الإستراتيجية حول ربط بورصات الأوراق المالية العربية على ثلاث مركزات رئيسية¹:

- تطوير أسواق الأوراق المالية العربية كل على حدى مع العمل على جعل القوانين والإجراءات المستخدمة منسجمة ومتوافقة مع بقية القوانين داخل الدول العربية.
- تهيئة الظروف لربط أسواق الأوراق المالية العربية.
- السعي لإنشاء سوق أوراق مالية عربية مكاملة للأسواق الوطنية.

خامسا - إستمرار هروب الأموال العربية نحو الخارج :

إن قصور البورصات العربية عن القيام بدورها في تعبئة رؤوس الأموال خلق فراغا دفع بخروج وهروب الأموال العربية الى الخارج نحو البورصات الآسيوية والأوروبية والأمريكية، ولتجاوز هذا القصور لا بد للبورصات العربية من تكثيف التعاون فيما بينها تمهيدا لعملية الربط والتكامل.

سادسا - التشابه النسبي في الهياكل المنظمة للبورصات العربية:

وَفَ تَرَ الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية البنية الأساسية التي تتولى مهمة الإشراف والرقابة على التداول حيث أسفرت عن تشابه بين الأجهزة المؤسساتية من بورصات ووسطاء وشركات مقاصة وتسوية.²

المطلب الثاني: تجارب الربط بين البورصات العربية

تعود فكرة التعاون العربي المشترك إلى تاريخ قيام جامعة الدول العربية سنة 1945، غير أن الإهتمام بإنشاء وتطوير البورصات العربية لم يبرز إلا بعد حرب أكتوبر 1973 خلال ما يعرف بالحقبة النفطية نتيجة تراكم الفوائض النفطية في بعض الدول العربية مع محدودية قدراتها الإستيعابية بإستثناء الجزائر والعراق³، وتحميدا لذلك الإهتمام أنشئ الإتحاد العربي للبورصات سنة 1982 ل:

- دعم التعاون المالي بين الدول العربية خاصة في مجال البورصات وتذليل العقبات أمام الإستثمار المالي العربي.
- تشجيع الإدراج المشترك للأوراق المالية العربية والعمل على إيجاد بيئة عادلة وشفافة داخل البورصات العربية
- العمل على إزالة العوائق التي تحول دون تداول الأوراق المالية بين الدول العربية.

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 38.

² - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 216.

³ - شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص 107.

- تحقيق الإنسجام بين القوانين والأنظمة واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية.¹

وضم هذا الإتحاد في بدايته أربعة بورصة عربية فقط هي بورصة لبنان، المغرب، تونس، الأردن، غير أنه أصبح اليوم يضم أغلب البورصات العربية ويسعى هذا الإتحاد لتحقيق أهدافه من خلال العمل على تطوير البورصات الأعضاء وتشجيع عمليات التداول عبر الحدود داخل الوطن العربي ويقى الهدف الأكبر الذي يصبو نحوه هو إنشاء سوق مالي عربي يسهل إنتقال رؤوس الأموال العربية داخل الوطن العربي.

وبعد أن إستكمل الإتحاد أطره التنظيمية وأجهزته الفنية، بدأ العمل على تحقيق أهدافه من خلال العمل على توسيع قاعدة العضوية ودعم إنشاء بورصات جديدة داخل الوطن العربي وتقديم خبراته ومعاوناته الفنية إليها، وقد إستحوذت فكرة الربط بين البورصات العربية وتحقيق التكامل فيما بينها على إهتمامات الإتحاد في مراحلها الأولى فقد سعى نحو تحقيق هدفه الأكبر وهو إقامة سوق مالي عربي.

وقد قسمت جهود الإتحاد في الربط بين البورصات العربية إلى مرحلتين²:

1- المرحلة الأولى:

إمتدت هذه المرحلة من سنة 1987 إلى سنة 1992 وإعتمد الإتحاد في هذه المرحلة على إتباع أسلوب تبادل تسجيل الأوراق المالية، غير أن نتائج الدراسات التي قام بها الإتحاد خلصت إلى صعوبة تطبيق هذا الأسلوب بين البورصات العربية نتيجة إختلاف شروط الإدراج وإفتقار البورصات العربية لمؤسسات التقاص وإختلاف درجة التطور بين البورصات العربية، إلا أن أهم أسباب فشل هذه التجربة هو الإبقاء على القوانين المقيدة لتملك الأجانب (من بينهم العرب) لأسهم الشركات الوطنية وإشترط الحصول على تراخيص لأجل التداول.

وقد سادت في ذلك الوقت فكرة توحيد شروط إدراج الأوراق المالية داخل البورصات العربية لتجاوز عائق إختلاف شروط الإدراج، حيث ركز الخبراء الذين تولوا هذه العملية على الإعتماد على المدخل القانوني، من خلال تنسيق اللوائح والتشريعات الخاصة بتنظيم عمليات التداول داخل البورصات العربية حيث أجريت العديد من الدراسات لمقارنة قواعد الإدراج في البورصات العربية وتحديد أوجه التشابه فيما بينها وإعتمد الإتحاد على نتائج دراساتهم في وضع قواعد إدراج مشتركة، إلا أن مسئولية البورصات العربية فضلوا الإبقاء على الأنظمة الداخلية لبورصاتهم ما أفشل هذه التجربة ودفع بالبحث عن أسلوب آخر للربط بين البورصات العربية يكون قادرا على تجاوز العوائق التي أدت إلى فشل المرحلة الأولى.³

www.arab stock exchanges.org

¹ - لمزيد من التفاصيل انظر موقع إتحاد البورصات العربية على شبكة الانترنت :

² - شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص108.

³ - سليمان المنذري، مرجع سبق ذكره، ص158

-2 المرحلة الثانية:

إستطاعت البورصات العربية تحقيق خطوات إيجابية في مسار التكامل بينها من خلال إعتقاد على أسلوب جديد يسمح للمستثمر العربي بتملك وتداول الأوراق المالية الصادرة والمسجلة في أسواق عربية أخرى بأقل جهد وتكلفة¹، وتمثل هذه الطريقة في إبرام إتفاقيات ثنائية وثلاثية بين البورصات العربية وتبدو الفكرة بسيطة لأول وهلة إلا أنها تطلبت وقتاً وجهداً كبيرين خاصة أنها جاءت للتغلب على عوائق المرحلة السابقة، وتهدف هذه الإتفاقيات إلى زيادة التعاون بين البورصات العربية فيما يخص عمليات الإصدار والتداول وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات وتشجيع التعاون بين مؤسسات الوساطة، وقد حاول الإتحاد بهذا الأسلوب الموازنة بين متطلبات ربط البورصات إقليمياً والتعامل مع الخصائص المحلية لكل بورصة من البورصات العربية وتعد الإتفاقية الثلاثية بين بورصة مصر والكويت ولبنان أول تجربة ربط بهذا الأسلوب.²

أولاً - الإتفاقية الثلاثية للربط بين بورصة مصر والكويت ولبنان:

تعتبر هذه الإتفاقية أفضل الإتفاقيات الناجحة بين البورصات العربية، حيث بدأت هذه الإتفاقية الثلاثية بإتفاق كل من سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال المصري في أبريل 1996، وإنضم لبنان إليها في سبتمبر 1996، وقد إستهدف هذا الإتفاق تعزيز التعاون بين البورصات الأعضاء فيما يخص تنظيم عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية وشدد على أن تعمل جميع الأطراف على تنسيق وتيسير الإجراءات والمتطلبات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية في بورصاتهم، إضافة إلى الإتفاق على تنظيم عمليات التداول والتسوية والمقاصة في كل منها بالشكل الذي يضمن حقوق المتعاملين في كل البورصات، وتيسير تبادل المعلومات بينها وتنظيم إجراءات الإفصاح.

كما حثت الإتفاقية على ضرورة دعم كل من السوق والهيئة وبورصة بيروت على تنفيذ عمليات الخصخصة في الدول الأعضاء عن طريق البورصة وتسهيل عمليات الطرح والترويج لأسهم الشركات المعروضة كما نصت على أن الأوراق المالية المسجلة في السوق أو البورصة هي فقط المعنية بهذه الإتفاقية أما الأوراق المالية الغير مسجلة فلا شأن للإتفاقية بها وتكون عملة التداول هي العملة التي يتم بها وفاء الالتزام³.
ويسمح هذا الإتفاق بتوسيع قاعدة المستثمرين في البورصات الثلاث حيث يتيح للمواطنين من الدول الثلاث شراء أسهم أي شركة مطروحة في بورصات الدول الثلاث ما يرفع من حجم التداولات داخل هذه البورصات.

¹ - شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص 109.

² - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (لاسكو)، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الإسكو)، مرجع سبق ذكره، ص 13.

³ - شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص 110.

ثانيا - آلية تنفيذ الإتفاقية الثلاثية للربط بين البورصات العربية:

شكّلت لجنة فنية مشتركة تتألف من ممثلين عن أسواق الأوراق المالية الثلاث إضافة إلى ممثل عن اتحاد البورصات العربية، وتتولى هذه اللجنة مهمة وضع القواعد التنفيذية لتحقيق أهداف هذه الإتفاقية وقد اجتمعت هذه اللجنة في الفترة 23-10/25/1996 وباشرت أعمالها من خلال:

أ. توقيع إتفاقية للتعاون بين شركات المقاصة والتسوية في البورصات الثلاث: (ميد كلير) في لبنان والشركة الكويتية للمقاصة وشركة مصر للمقاصة في القاهرة بتاريخ 24 أكتوبر 1996، وتتولى بموجب هذه الإتفاقية شركات المقاصة والتسوية في البورصات الثلاث تسوية الإلتزامات الناتجة عن التعاملات في الأوراق المالية كل في نطاق عمله، كما وضعت هذه الإتفاقية القواعد والأسس المنظمة لعمليات التعاون بين شركات التقاص، وقد إتبعَت هذه الإتفاقية بإجتماع المدراء التنفيذيين لشركات التقاص في نوفمبر 1996 بلبنان، وأسفر هذا الإجتماع على وضع الإجراءات والقواعد التنفيذية المنظمة لعملية المقاصة والتسوية في البورصات الثلاث ومن بين الإجراءات المتفق عليها:

- توحيد نموذج التراسل بين شركات المقاصة وشركات الوساطة لتأكيد عملية تنفيذ الأمر المسمى (إخطار تأكيد التنفيذ).
- الإتفاق على إستخدام الفاكس كوسيلة للتراسل بين شركات المقاصة وشركات الوساطة على أن تدرس في ما بعد إمكانية الإستفادة من التراسل الإلكتروني.
- فتح حسابات نقدية وأخرى للأوراق المالية في كل شركات المقاصة بإسم شركات المقاصة المناظرة لها في الدول الأطراف في هذه الإتفاقية.
- تحديد عمولة للتعامل بين البورصات الثلاث وتضاف لها حوافز أخرى إضافية تميزها لها عن التعامل في البورصة المحلية لخلق تدفقات إستثمارية بين البورصات الأطراف ولتشجيع التنافس فيما بينها على تقديم خدمات أفضل.¹

ب. كمطُ قدّم مؤتمر للوسطاء في 12-13 ديسمبر 1996، إنتهى بتوقيع إتفاقية التعاون بين وسطاء البورصات الثلاث المعتمدين من قبل شركات التقاص في الدول الأطراف، وقد هدف هذا الإجتماع إلى توضيح دورة التعامل المتفق عليها وتحديد إلتزامات وحقوق المتعاملين في البورصات الثلاث وتحديد علاقاتهم مع بعضهم

¹ - نفس المرجع السابق، ص 111.

البعض ومع شركات المقاصة في الدول الأطراف، وكذلك ليقوم الوسطاء بتحديد وكلائهم في كل بلد من البلدان الثلاث لأنه من الضروري أن تجد كل شركة للوساطة وكلاء يمثلون مصالحها في الأسواق الأخرى.¹

يرى العديد من الاقتصاديين أن تطابق البنى التحتية بين الأسواق الثلاث ساهم بشكل كبير في إتخاذ هذه الخطوات وقد ساهمت عوامل عدة في نجاح هذا الإتفاق أهمها:

- وجود نظم تداول إلكترونية حديثة تدعم شفافية أسواق الأوراق المالية الثلاث.
- وجود هيئات ومؤسسات للتسوية والمقاصة وإيداع الأوراق المالية ضمنمت السرعة في نقل الملكية والمحافظة على حقوق المساهمين المحليين والأجانب.

وقد سمحت هذه الاتفاقية بـ:

- توفير العديد من فرص التنوع أمام المستثمرين من شركات مختلفة مدرجة في البورصات الثلاث دون ضرورة السفر.
- الإبقاء على أنظمة المقاصة والتسوية في أسواق الأوراق المالية للبلدان الثلاث على حالها كما بقيت التشريعات المحلية دون تغيير ما وفر الموارد والوقت الذي كانت ستتطلبه المفاوضات حول التنسيق في القوانين.
- تشجيع شركات الوساطة المالية داخل البورصات الثلاث على إقامة علاقات مهنية مع نظرائهم في باقي البورصات.

وقد تلت هذه الإتفاقية العديد من الإتفاقيات المماثلة لها مثل²:

— إتفاقية الإدراج المشترك المبرمة بين كل من بورصة مسقط وبورصة البحرين وبورصة الكويت: وقعت في 25 ديسمبر 1996، وتشكل هذه الإتفاقية خطوة أولى تهدف إلى إنشاء سوق مالي خليجي مشترك وتسمح هذه الإتفاقية بـ:

(1) - التقييم العادل للأوراق المالية خاصة أنها ستخضع للتقييم والتداول في ثلاث بورصات لترفع بذلك مستوى الشفافية داخلها.

(2) - الرفع من سيولة الأوراق المالية عند طرحها أو تداولها من خلال التعامل بها في ثلاث بورصات.

(3) - تعزيز الروابط المصلحية بين بلدان الخليج الأمر الذي سيرفع من الفوائد والمنافع المشتركة.

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الاسكو)، مرجع سابق، ص 11.

² - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 39.

- إتفاقية التعاون المشترك بين بورصة الأردن والبحرين: وقعت هذه الإتفاقية في أكتوبر 1997 وقد ساهمت بشكل كبير في التنسيق بين سوق عمان وسوق البحرين للأوراق المالية وتسعى هذه الإتفاقية إلى دعم الإستثمار في الأوراق المالية لشركات الأسهم الأردنية والبحرينية على حد سواء وتسهيل تعاملات المواطنين على أوراقها المالية وقد شملت بنود هذه الإتفاقية:
 - (1) - الإدراج المشترك للأوراق المالية في البورصتين.
 - (2) - دعم وتشجيع عمليات التعاون بين شركات الوساطة المالية في الدولتين والتعاون بين شركات التسوية والمقاصة.
 - (3) - فض النزاعات الناشئة بين المتعاملين داخل البورصتين.
 - (4) - تبادل المعلومات وتنسيق في مجال الإفصاح القانوني للشركات المدرجة.
- إتفاقية الإدراج المشترك بين كل من بورصة عمان وسوق الكويت للأوراق المالية: تم توقيعها في ماي 1999 وتهدف هذه الإتفاقية إلى دعم التعاون بين البورصتين وتذليل العقبات أمام تدفقات الإستثمار في الأوراق المالية بين البورصتين.
- إتفاقية التعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال المصري: تم توقيعها خلال سنة 2000، وبموجب هذه الإتفاقية ستعمل الهيئتان على تنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار الأوراق المالية وتسهيل شروط الإدراج ودعم التعاون بين الوسطاء.
- و تم في سنة 2000 إدراج أول شركة سودانية خارج سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث أدرجت في بورصة البحرين ويتعلق الأمر بشركة السودان للاتصالات.¹
- تمكنت في سنة 2001 كل من بورصة البحرين وسوق مسقط للأوراق المالية وسوق الكويت للأوراق المالية من تنفيذ المرحلة الأولى من عمليات الربط الإلكتروني فيما بينها.
- كما شهدت سنة 2005 العديد من عمليات الإدراج المشترك بين البورصات العربية، حيث أدرجت مجموعة من الشركات الكويتية في بورصة دبي وأدرجت شركات لبنانية وبحرينية في سوق الكويت للأوراق المالية.²
- وعلى مستوى مجلس التعاون الخليجي شكلت لجنة وزارية دائمة في مارس 2010 تضم رؤساء مجالس الإدارات للجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس، وتتولى هذه اللجنة مهمة التنسيق وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية وترفع هذه اللجنة توصياتها للمجلس الوزاري.

¹ - صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2001، ص 241.

² - صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2006، ص 134.

وقد شكَّلت هذه اللجنة على ضوء ما أوكل إليها من مهام، لجنة عالية المستوى تضم رؤساء هيئات أسواق الأوراق المالية (ومن يعادلهم) لتنصب هي بدورها ست فرق عمل¹:

- فريق قواعد التسجيل.
- فريق عمل الإصدارات الأولية والإكتتابات في الأسواق.
- فريق عمل الربط الإلكتروني والتقاص.
- فريق عمل الأدوات المالية.
- فريق عمل الإشراف والمراقبة على الأسواق المالية.
- فريق عمل مؤسسات السوق المالية.

وتقوم الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي بمتابعة أعمال هذه الفرق حيث ستعتمد على إقتراحات هذه اللجان في وضع خطة عمل لدعم عملية التكامل بين أسواق الأوراق المالية في دول الخليج بشكل الذي يكفل لمواطني دول مجلس التعاون (الطبيين والإعتباريين) الإستثمار والتداول في كافة البورصات الخليجية بيسر وسهولة.

3- جهود إتحاد البورصات العربية:

أولاً - المؤسسة العربية للمقاصة: قرر إتحاد البورصات العربية ضمن جهوده لإيجاد آليات تُدعم عملية الربط بين البورصات العربية إنشاء " المؤسسة العربية للمقاصة " خلال فعاليات المؤتمر التاسع عشر في شرم الشيخ والذي عقد في 14-16 نوفمبر 1999 بمصر، وقد كُلفت هذه المؤسسة بتسوية التعاملات التي تتم بين البورصات العربية وكذلك لتسوية التعاملات التي تتم مع البورصات العالمية، ويُعبرُت هذه المؤسسة نواة الربط بين البورصات العربية.²

غير أن إختلاف وجهة النظر بشأن متطلبات رأسمالها الأولي أخرج إنشائها، وبعد أن يتم إفتتاحها ستسهل هذه الشركة عمليات التداول عبر الحدود بشكل كبير، كما أنه من المنتظر أن تتجاوز مهام هذه المؤسسة عمليات المقاصة والتسوية إلى تنظيم عمليات الإصدار وعرض الأوراق المالية.

¹ - مجلس التعاون لدول الخليج العربي، إنجازات العمل الإقتصادي المشترك بين دول مجلس التعاون في مجالي التعاون المالي والاقتصادي 2002-2010، ص16.

² - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص182.

وقد حُدِّدَتْ لهذه المؤسسة المهام التالية¹:

- القيام بأعمال التسوية والمقاصة للتعاملات في مختلف البورصات العربية.
- أداء مهام مركز الإيداع والسجل المركزي.
- تسيير العمليات المتعلقة بالإدراج المشترك وتداول الأوراق المالية للشركات العربية.

ويمثل نجاح هذه المؤسسة في أداء مهامها نقل نوعية على صعيد العمل العربي المشترك في مجال الربط بين البورصات العربية حيث سيرفع من حجم التداولات في الأوراق المالية عبر البورصات العربية ويشجع إنتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية ، كما يضمن تسوية حقوق المستثمرين بكفاءة وسرعة عالية، ومن خلال هذه المؤسسة يمكن للمستثمر الجزائري التعامل في بورصة السعودية دون الحاجة إلى إعطاء الأوامر إلى وسطاء سعوديين فسيكون الوسيط الجزائري قادر على تنفيذ هذا الأمر.²

ثانيا- شبكة معلومات أسواق المال: قام الإتحاد بخطوة أخرى تهدف للتغلب على ضعف حجم التعاملات عبر الحدود داخل الوطن العربي والذي يرجعه العديد من المحللين لنقص المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين حول البورصات العربية، فقام الإتحاد بإنشاء " شبكة معلومات أسواق المال " عبر شبكة الإنترنت وتُستخدَم هذه الشبكة لتوحيد قاعدة المعلومات والبيانات وتسمح للمستثمرين العرب بمتابعة التداولات وحركة أسعار الأوراق المالية عبر كافة البورصات العربية وقد بدأت هذه الشبكة عملها في 5 سبتمبر 2001.

وتؤمن هذه الشبكة إمكانية الوصول إلى المعلومات بسهولة وتضم معلومات وبيانات حول حركة الأسعار ومؤشرات أداء البورصات، إضافة لأخبارها مرجعا للمعلومات بشأن الشركات المدرجة ومعلومات حول شروط ومتطلبات الإدراج في البورصات العربية ومختلف الأنظمة واللوائح الداخلية ومن المنتظر أن تتبع هذه الخطوة بخطوات أخرى يجري حاليا تطويرها تتعلق بالربط بين البورصات العربية من خلال شبكة إتصالات إلكترونية.³

وقد تم في فيفري 2005 التوقيع على إتفاقية إنشاء البورصة العربية الموحدة لتداول الأوراق المالية في خطوة من شأنها دعم التعاون العربي وتسهيل تدفقات رؤوس الأموال العربية ورفع من حجم الإستثمارات المتبادلة فيما بينها ويجري العمل على إستكمال بقية خطواتها.⁴

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الإسكو)، مرجع سابق، ص12.

² - شرف محمد دوابه، مرجع سبق ذكره، ص 27.

³ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الإسكو)، مرجع سابق، ص12.

⁴ - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2006، ص134.

المطلب الثالث : تقييم تجارب الربط بين البورصات العربية

لقد جاءت نتائج عملية الربط الثلاثي بين كل من بورصة مصر والكويت ولبنان التي دخلت حيز التنفيذ في 07 جانفي 1997 متواضعة خلال الخمسة أشهر الأولى حيث بلغت قيمة التداولات 34 مليون جنيه مصري وهو ما لا يتناسب مع إمكانيات البورصات الثلاث، وقد تغير الوضع مع نهاية سنة 1997 وبداية سنة 1998 حيث عرفت التداولات في البورصات الثلاث نشاطا ملحوظا، حيث تُقدّر في سوق الأوراق المالية الكويتي 171 صفقة بقيمة 656 مليون دينار كويتي، إلا أن معظم الصفقات إستحوذت عليها بورصة الأوراق المالية المصرية حيث إستأثرت بحوالي 95 في المائة من إجمالي قيمة التداولات في البورصات الثلاث.

وقد عرفت التداولات في الفترة ما بين نهايات 1997 إلى أوت 2000 نشاطا ملحوظا حيث بلغ عدد الصفقات 557 صفقة أغلبها عقدت في البورصة المصرية في حين لم يتجاوز عدد الصفقات المبرمة داخل البورصة اللبنانية 8 صفقات ويعزى ذلك إلى صغر حجم البورصة اللبنانية وقلة جاذبية أوراقها المالية وعدم إستقرارها السياسي في ذلك الوقت.¹

لقد كان من المأمول أن تشكل هذه الإتفاقية اللبنة الأساسية والنواة لربط بين البورصات العربية خاصة أن الإتفاقية أبقّت الباب مفتوح أمام إنضمام بورصات عربية أخرى، غير أن واقع الأمر أثبت غير ذلك فلم تزد أطراف هذه الإتفاقية عن الثلاث ولم تزد غيرها من إتفاقيات التعاون بين البورصات العربية عن ذلك فكلها إتفاقيات ثنائية أو ثلاثية فقط. ويرى الخبراء أن عملية الربط الثلاثي بين بورصة مصر والكويت ولبنان لم تقم عليها إيجابيات كثيرة خاصة أن تواجد المستثمرين سعوديين في البورصة المصرية والكويتية واللبنانية أكبر من تواجد المستثمرين من الدول الأطراف في الإتفاقية.²

ولم تكن باقي إتفاقيات التعاون بين البورصات العربية بأحسن حال، خاصة أنها لم ترقى إلى مستوى الطموحات وتحقيق النجاح المطلوب بالرغم من تحقيقها لبعض النتائج الإيجابية.

¹ - شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 112.

² - عبد الغني حريري، احمد مداني، ربط الأسواق المالية العربية كآلية لتطويرها وزيادة درجة انفتاحها وعولمتها، الملتقى الوطني الأول حول عملة الأسواق المالية : بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12- 13 أكتوبر 2011، ص 13.

1. أسباب ضعف أداء هذه الإتفاقيات:

تشير الدراسات إلى أن ضعف أداء هذه الإتفاقيات جاء نتيجة لعدة أسباب نذكر منها:

- أ. عدم التمكن من تنفيذ الأوامر بالسرعة المطلوبة وعدم إمتثال بعض شركات الوساطة للأوامر والتردد في تنفيذها خاصة في ظل الإفتقار الى معلومات حول وضعية الشركات.¹
- ب. إن بعض تجارب الربط بين بورصات العربية أظهرت حاجة ملحة لوجود مؤسسة إقليمية للمقاصة والتسوية خاصة أمام إتفاقية الربط بين سوق مسقط للأوراق المالية وسوق أبوظبي للأوراق المالية حيث إُعتمدَ في الربط بين البورصتين على صيغة الربط الإلكتروني وسمَّحَ للوسطاء من الدولتين بالتعامل في البورصتين بشكل مباشر إلى أن العائق الذي واجه العملية كان نظام التسوية والمقاصة²، فنظام التسوية والمقاصة في عمان مرن وأكثر تطورا ويسمح للوسطاء بالتعامل داخل البورصة دون تحديد سقف معين ويكتفي بالإحتفاظ بجزء من رأسمال الوسيط في صندوق ضمان التسويات لتفادي أي مشاكل متعلق بعدم قدرة الوسيط على الإيفاء بالتزاماته في وقت التسوية، أما في بورصة أبوظبي فتلتزم الوسيط بتقديم كفالة مالية تغطي الحد الأعلى للمبلغ المستحق يوم التسوية وقد تم تجاوز هذا المشكل وأصبح الوسيط العماني يتعامل في بورصة أبوظبي من خلال وسيط معتمد في بورصة أبوظبي.
- ج. إرتفاع التكاليف المتعلقة بعمليات الإدراج المشترك حيث ستحتاج الشركات إلى وقت طويل ومبالغ ضخمة لتعرف قواعد وأنظمة وقوانين بورصات الأوراق المالية المستهدفة إضافة إلى بذل المزيد من الجهود لتلبية شروطها ومتطلباتها وهذا ما عبر عنه مدراء الشركات.³

2. الآثار الايجابية المتوقع أن تحققها إتفاقيات التعاون بين البورصات العربية⁴:

- أ. على مستوى البورصات العربية:
 - دعم قاعدة المستثمرين وجذب مستثمرين الى البورصات العربية.
 - جذب رؤوس الأموال المحلية والإقليمية.

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكو)، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الاسكو)، مرجع سابق، ص11.

² - وفاء الرشيدى و آخرون ، منتدى سوق المال يؤكد أن الإجراءات الفنية والقانونية لا تمثل عقبة نحو تحقيق تكامل أسواق المال الخليجية مجلة سوق المال، تصدرها الهيئة العامة لسوق المال، العدد 46، سلطنة عمان، أكتوبر 2010، ص10.

³ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الاسكو)، مرجع سابق، ص11.

⁴ - شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص114.

- تطوير البورصات العربية من خلال تبادل الخبرات الفنية وإستخدام تكنولوجيا حديثة والسعي نحو مواكبة آخر التطورات التي تشهدها البورصات العالمية.
- زيادة فرص تنويع الأدوات المالية أمام المستثمرين ما يرفع من جاذبية البورصات العربية ويشجع على ظهور إبتكارات جديدة تناسب إحتياجات المستثمرين.¹

ب. على مستوى مهنة الوساطة:

- دفع شركات الوساطة المالية في الدول العربية نحو إقامة علاقات تعاون فعلي مع الشركات الوساطة المالية خارج بلدانها.
- إرتفاع حجم الطلب نتيجة توسيع قاعدة المستثمرين سترفع العوائد المالية لشركات الوساطة وستدعم نشاطها.
- زيادة حدة المنافسة بين شركات الوساطة المالية نتيجة وجود عدد كبير من المستثمرين يدفعها لتطوير خدماتها لتلبية إحتياجات المستثمرين وتقديم النصائح وتوفير المعلومات.²

ج. على مستوى المستثمرين:

- تنويع الفرص الإستثمارية أمام المستثمرين ما يتيح لهم التحكم أكثر في إدارة محافظهم المالية مع ضمان الحرية الكاملة في تحريك أموالهم.
- تكفل هذه الإتفاقية تسوية حقوق المتعاملين من خلال شركات المقاصة دون الحاجة للإنتقال من بلد لأخر.
- تفتح هذه الإتفاقيات الباب أمام القطاع الخاص لإنشاء شركات عربية كبرى ومن المنتظر أن تُدعم شبكة المعلومات العربية وإستكمال إنشاء مؤسسة المقاصة العربية عملية التكامل بين البورصات العربية.

¹-Hautcoeur.Pierre, Rezaee.Amir, Riva.Angelom, **Stock exchange industry regulation The Paris Bourse 1893 – 1898**, This paper results from a research project presented at the EIF Forum “Financial Crisis, Market Liquidity and Corporate Governance”, Paris, December 2009,p2.

² - De Haan Jakob, Oosterloo Sander, Schoenmaker Dirk, **European Financial Markets and Institutions**, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, New York,2009,p12.

المبحث الأول: خطوات التكامل بين البورصات العربية المشاركة في فاعلة بيانات صندوق النقد العربي

تحتاج عملية الربط بين البورصات العربية إلى الوقوف على أسباب فشل تجارب الربط السابق في تحقيق أهدافها ووضع خطة تراعي متطلبات عملية التكامل بين البورصات العربية وتكون قادرة على تجاوز العوائق التي تعرضت لها مختلف تجارب الربط بين البورصات العربية السابقة، حيث سنتناول هذا الجزء من الدراسة أهم العقبات التي تعيق عملية التكامل بين البورصات العربية لتحديد من خلالها متطلبات عملية التكامل بين البورصات العربية.

المطلب الأول: عقبات التكامل بين البورصات العربية

رغم ما بذل من جهود ومسااعي للربط بين البورصات العربية إلا أن أغلبها لم توفق في تحقيق أهدافها نتيجة وجود عدة عوائق يمكن إيجازها في مايلي:

1. العوائق الإدارية والتشريعية:

تتعلق هذه العوائق أساسا بالتشريعات والتنظيمات المقيدة لعملية منح تراخيص إدراج الأوراق المالية للشركات الأجنبية (العربية)، وكذلك تلك المحددة لسقف تملك الأجانب من أسهم الشركات المحلية ولا يقتصر وجود هذه القوانين على الدول العربية، بل يوجد في العديد من بورصات العالم خاصة أن هذه القوانين تحد من تسرب المدخرات الوطنية نحو الخارج وتحول دون سيطرة الأجانب على المشاريع الوطنية وتحمي المستثمرين من محاولات التلاعب والغش.

غير أن هذه القوانين والقيود أعاققت عمليات الربط بين البورصات العربية وحالة دون إيجاد قنوات للربط بينها خاصة في ظل التباين والاختلاف في هذه القوانين من بورصة إلى أخرى ومن الجدير بالذكر أن بعض البورصات العربية قد فتحت أبوابها للمستثمرين الأجانب دون قيود.¹

2. العوائق المتعلقة بطبيعة الأموال العربية المتاحة للإستثمار في الأوراق المالية:

يعبر هذا العائق عن عدم توافق شروط عرض الأموال وخواص الطلب عليها، حيث يعتبر الطلب داخل الدول العربية طلب احتمالي - يهدف للنهوض بالتنمية - ويكون في معظم الأحيان غير قادر على الإستيعاب الفعلي الحالي للعرض، فحاجة الدول العربية لتمويل التنمية ملحة إلا أن المشاريع الجاهزة للتمويل قليلة (ويقصد بالمشاريع الجاهزة تلك المشاريع التي إستكملت مرحلة الإعداد وتجهيز ودراسات الجدوى..)، أضف لذلك أن هذا النوع من التمويل يعتبر طويل الأجل خاصة أن هذه الشركات تحتاج لوقت طويل نسبيا لتحقيق الأرباح.

¹ - شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص173.

أما العرض داخل الوطن العربي هو عرض حقيقي ومباشر وضخم خاصة بالنسبة لدول الخليج ما يدفعها للبحث عن عوائد فورية وآمنة وعادة ما يفضل أصحاب هذه الأموال الإحتفاظ بها في شكل أموال شبه سائلة.¹

3. العوائق المتعلقة باختلاف درجة الإستفادة من عملية التكامل بين البورصات العربية:

إن وجود عدة بورصات عربية تقدم خدمات مختلفة وتمييزة عن بعضها البعض يجعلها محل مفاضلة بين الشركات في عملية التعامل ما قد يؤدي إلى نتائج قد لا ترضي جميع الأطراف في الإتفاقية وقد يؤدي ذلك إلى إنسحاب بعض البورصات من هذا التكامل.²

4. إختلاف المعايير المحاسبية وأنظمة المالية العامة :

تؤدي الإختلافات في الأنظمة المالية العامة والأنظمة المحاسبية إلى إعاقه حركة إنسياب رؤوس الأموال العربية خصوصا أنها تكبح قدرات المشاركين في البورصة وتحد من قدراتهم على تحليل البيانات ومقارنتها، الأمر الذي سيؤدي إلى عزوف المستثمرين عن الإستثمار خارج بورصتهم. إضافة إلى وجود إختلافات في الأنظمة الضريبية ووجود حكومات تميز في معاملاتها الضريبية لصالح المواطنين.³

5. ارتفاع تكاليف الحصول على المعلومات:

لقد صعب ضعف نظام المعلومات بالبورصات العربية والقصور الواضح في الأنظمة والقوانين الملزمة لعمليات الإفصاح القانوني وفي نشر التقارير المالية، من عملية الوصول إلى معلومات وأصبحت هذه الأخيرة مسألة بالغة التكاليف حيث أصبح المستثمرون يغالون في الوطنية ويفضلون التعامل والتداول في البورصات المحلية رغم فوائد التنوع.

6. إختلاف أنظمة التداول والمقاصة والتسوية:

يشكل هذا الإختلاف عائق كبير أمام عملية التكامل ويساهم في إرتفاع تكاليف التعاملات عبر الحدود إضافة إلى أن عملية التسوية في ظل هذا الإختلاف تتطلب وقت طويل نسبيا.

7. تمويل تكنولوجيا الربط بين البورصات:

تحتاج عملية الربط بين البورصات إلى وقت طويل حتى يتم إستيعاب تكنولوجيا الربط داخل البورصات، إضافة إلى الإختلاف في طريقة تمويل عملية الربط وهو ما يشهد عليه تأخر تأسيس الشركة العربية للتسوية والمقاصة.

¹ - طارق محمود عبد السلام محمد، صناديق التمويل العربية الأداء والطموحات، دار الكتاب، القاهرة، 2000، ص128.

² - الاتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، مرجع سبق ذكره، ص92.

³ - Center for Audit Quality, **Guide to International Financial Reporting Standards**, Washington, September 2009.p4.

8. صعوبة الوصول إلى إتفاقية عادلة لجميع الأطراف:

من المهم أن تكون الإتفاقيات المبرمة بين البورصات العربية مفيدة لكافة المشاركين، وأن تستمر كذلك حتى بعد أن تتغير الظروف المادية (وهو في الغالب ما سيحدث) حيث قد يجد أحد الأعضاء أو مجموعة منهم أن هذه الإتفاقية لم تعد تناسبهم ومن غير المعقول إجبار بورصة ما على البقاء والإستمرار في هذه الإتفاقية، غير أن تعاون البورصات الأعضاء على دعم وتعويض المتضررين من هذه الإتفاقية يسمح بتفادي هذا المشكل.¹

9. المعوقات المؤسسية:

لا تزال أغلب البورصات العربية تعاني من القصور في القواعد المنظمة لعمليات الإصدار والتداول وضعف الهياكل المؤسسية داخل البورصات العربية ونقص في مؤسسات الوساطة المالية وشركات الترويج وتغطية الإكتتاب، فضلا عن شركات الصانعة للسوق، وذلك رغم إستفادة هذه البورصات من العديد من برامج الإصلاح، حيث تتسم أغلب البورصات العربية بعدم تنوع أدواتها المالية بالشكل الذي يلبي إحتياجات المستثمرين وتدني الوعي الإستثماري إضافة إلى ضعف الجهود المبذولة لتنمية هذا الوعي داخل الدول العربية ويضاف لذلك عدم وجود أجهزة فعالة للرقابة تضمن الحد الأدنى من الإفصاح المالي وتوفير الحماية اللازمة للمستثمرين.²

ونتيجة لهذه العوامل فقد عجزت المؤسسات الهادفة إلى الربط بين البورصات العربية عن تسهيل تدفق الأموال بين الدول العربية رغم وجود فوائض مالية كبيرة لدى الدول العربية خاصة منها المصدرة للنفط أمام وجود فرص إستثمارية متنوعة في دول عربية أخرى تحتاج إلى تمويل.³

10. العوائق الإدارية والتنظيمية:

إن وجود العديد من المنظمين في مختلف الدول العربية أمام المشاركين في البورصات العربية يثير العديد من المشاكل والتعقيدات ويرفع من تكاليف الإلتزام بلوائح ويضطرهم لدفع المزيد مقابل خدمات الجهات التنظيمية المتعددة والمختلفة في نفس الوقت.⁴

إضافة إلى إختلاف التشريعات والقوانين المنظمة لعمل البورصة العربية فمثلا "تسمح الأردن والبحرين وقطر ولبنان للأفراد العمل في مجال الوساطة المالية في حين تحصر الإمارات العربية المتحدة والكويت ومصر وعمان أنشطة الوساطة المالية على الشركات.

¹ - هذه الدراسة موجهة أساسا لإيجاد العوائق التي تقف أمام التكامل بين البورصات الإفريقية، لمزيد من التفاصيل أنظر:

الاتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، مرجع سبق ذكره، ص90.

² - صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص ص4-6.

³ - شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص175.

⁴ - الاتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، مرجع سبق ذكره، ص89.

المطلب الثاني: متطلبات عملية التكامل بين البورصات العربية

تتطلب عملية تفعيل التكامل بين البورصات العربية توفر العديد من المتطلبات أهمها:

أولاً: تنسيق التشريعات المالية:

تشكل الاختلافات الموجودة بين البورصات العربية عائق أمام عمليات التكامل خاصة إذا تعلق الأمر بالاختلافات في تنظيم البورصات وإدارتها ومتطلبات الإدراج والإفصاح وإجراءات التداول والتسعير وقد ساهم بلا شك إختلاف مستوى تطور البورصات العربية في زيادة صعوبة عملية الربط بينها، ورغم ذلك فقد حفز النجاح النسبي لبعض تجارب الربط بين البورصات العربية خاصة منها التجربة المصرية والكويتية واللبنانية الخبراء لإستحداث أساليب جديدة لتحسين التداولات عبر الحدود، غير أن ذلك لا يعفي من بذل المزيد من الجهود نحو التنسيق بين التشريعات والعمل على تطابق البنى التحتية وفي هذا الإطار يجب دعم القوانين و التشريعات التي تيسر عملية الربط بينها.¹

ويتألف الإطار التشريعي من القوانين والقرارات المتعلقة بالشركات، والأوامر التنفيذية التي تنظم عمليات الإصدار وتداول الأوراق المالية.

1- قوانين وأنظمة سوق الأوراق المالية: تضم مختلف القواعد الأساسية المتعلقة بإدارة السوق وأهدافها وتنظيمها المالي، كما تحدد العلاقات وإجراءات التعامل داخل البورصة ومتطلبات الإدراج والإفصاح.

أ. الإدارة والهيكل المؤسسي: يقصد بالهيكل المؤسسي للسوق مختلف الآليات التي تدار بها أنشطة التداول داخل البورصة والجهات المشرفة عليها وتقسّم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث التنظيم القانوني للأسواق الى مجموعتين مجموعة تقوم داخلها البورصة بممارسة الوظيفتين التشريعية والتنفيذية ، ومجموعة أخرى تمارس هاتين الوظيفتين مؤسستين مختلفتين تمارس الوظيفة التنفيذية بورصة الأوراق المالية أما الوظيفة التشريعية والرقابية تمارسها هيئة عامة.

وتعتبر مصر أول بلد عربي فصل بين الوظيفتين التنفيذية والتشريعية حيث أنشئت الهيئة العامة لسوق المال سنة 1979، تلتها بعد ذلك الأردن أين نصت المادة السابعة والثامنة من القانون ذو صلة، على أهداف تأسيس هذه الهيئة ودورها في حماية المستثمرين وتنظيم سوق الأوراق المالية بما يكفل تحقيق العدالة

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا(الاسكو)، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الاسكو)، مرجع سبق ذكره، ص15-16.

والكفاءة والشفافية وحماية السوق من المخاطر التي يتعرض إليها إضافة إلى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.¹

ب. العضوية: إن أعضاء السوق هم الشركات المدرجة في البورصة والوسطاء المعتمدين، وتشمل قوانين العضوية جميع القوانين والأنظمة التنفيذية المحددة لشروط والمتطلبات القانونية لعمل الوسطاء وإلتزاماتهم وحقوقهم وتشارك أغلب البورصات العربية في حصرها لعمليات التداول داخل البورصة من خلال المقصورة، وتختلف القوانين المتعلقة بعمل الوسطاء داخل البورصات العربية وتتشابه في قوانين أخرى مثل:

- تسمح بعض الدول العربية مثل (الأردن، البحرين، قطر، لبنان) للأفراد بمزاولة مهنة الوساطة المالية في حين لا تسمح كل من (الإمارات والكويت ومصر وعمان) بذلك للأفراد وتخصر مزاولة هذه المهنة على شركات الوساطة المالية، وتجزئ بعض دول الخليج العربي لشركة الوساطة المالية الدولية القيام بأعمال الوساطة داخل البورصات بشرط إقامة فروع محلية تتولى أداء هذه المهمة.
- تتشابه الشروط والمتطلبات القانونية داخل البورصات العربية المتعلقة بمنح تراخيص العمل للوسطاء حيث تركز معظمها على:

- (1) ضمان الحد الأدنى للإحتياطيات الرأسمالية إضافة إلى الضمانات المصرفية.
- (2) الحصول على مؤهلات علمية والتخصص في الميدان.
- (3) الإلتزام بميثاق الشرف وقواعد سلوك المهنة.

- تحدد قوانين أسواق الأوراق المالية في الدول العربية أنظمة شركات الوساطة ومسؤوليات الوسطاء والعقوبات والإجراءات التأديبية في حال الإخلال بواجباتهم وإلتزاماتهم المنصوص عليها ويلتزم الوسطاء بتزويد المشرفين بأي وثائق يطلبونها، إضافة إلى إلتزامهم الذاتي بتطبيق قواعد السلوك المهني.

ج. متطلبات الإدراج: تعتبر عنصراً أساسياً في نظام السوق خاصة أن لها دوراً كبيراً في التأثير على قدرات السوق في التطور وتتفق بعض القوانين المتعلقة بشروط الإدراج داخل بعض البورصات العربية، في حين تختلف في قوانين أخرى ما يعيق عملية التكامل بين البورصات العربية، وتتركز قوانين الإدراج داخل البورصات العربية على²:

¹ - لمزيد من التفاصيل أنظر القانون رقم (76) سنة 2002 "قانون الأوراق المالية"، المتوفر في موقع البورصة عمان: www.ase.com.jo/ar

² - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الاسكو)، مرجع سبق ذكره، ص 17.

- (1) **المتطلبات الرأسمالية:** تختلف من بورصة إلى أخرى حيث نجد مثلاً:
- تشترط بورصة أبوظبي لإدراج الشركات ضمن جداولها أن لا يقل رأس المال المدفوع عن 50 في المائة من القيمة المدرجة بحد أدنى لا يقل عن 20 مليون درهم إماراتي أي ما يعادل 5.4 مليون دولار أمريكي.
 - في حين تشترط البورصة المصرية (بورصة الإسكندرية وبورصة القاهرة) أن تمثل الأسهم المتاحة للإصدار العام 30 في المائة من مجموع أسهم الشركة وأن يكون رأسمال المصدر مدفوعاً بالكامل وأن لا يقل هذا الأخير عن 20 مليون جنيه مصري (3.3 مليون دولار).
 - يشترط في الكويت لقبول إدراج الشركات، ألا يقل رأسمالها المدفوع عن مليون دينار كويتي (4.3 مليون دولار تقريباً)، ويرتفع شرط قبول الإدراج في بورصة الأردن، حيث يشترط أن لا يقل رأسمال المدفوع عن 2 مليون دينار أردني أي ما يعادل (8.2 مليون دولار).

(2) **متطلبات أرباح الشركات:**

- تشترط بورصة أبوظبي للأوراق المالية أن تحقق الشركة أرباح على الأقل خلال السنتين السابقتين لطلب الإدراج.
- لا تشترط بورصة لبنان أي شروط حول تحقيق الشركة للأرباح خلال السنة السابقة لسنة طلب الإدراج.
- أما سوق الكويت للأوراق المالية فيشترط أن لا تحقق الشركة خسائر في السنة السابقة لسنة طلب الإدراج.

(3) **متطلبات عدد المساهمين:**

- تشترط البورصة المصرية على شركة المساهمة الراغبة في إدراج أسهمها أن لا يقل عدد المساهمين بها عن 150 مساهم بغض النظر عن جنسياتهم.
- أما بورصة عمان وبورصة الدوحة فتشترطان على الشركات الراغبة في إدراج أسهمها أن لا يقل عدد مساهميها عن 100 مساهم على الأقل.
- أما في بورصة لبنان فتشترط على الشركات الراغبة في إدراج أسهمها داخل البورصة أن تمتلك 25 في المائة من أسهم الشركة مجموعة لا تقل عن 50 مساهماً.

4) متطلبات متعلقة بعمليات إدراج الشركات الأجنبية:

لا تختلف كثيرا القوانين المتعلقة بإدراج الشركات الأجنبية في البورصات العربية إلا في بعض الأحكام الإضافية وعادة ما تتعلق هذه الأخيرة بالحرص على حماية المستثمرين المحليين وضمان نزاهة التداول فمثلا¹:

- تشترط البورصة المصرية إدراج الأوراق المالية الأجنبية في القوائم الغير رسمية، بشرط إستيفائها لنفس متطلبات إدراج الشركات المصرية، كما تشترط لقبول إدراج الأوراق المالية الأجنبية أن تكون الشركة المصدرة لها مدرجة في بورصة أجنبية تشرف عليها هيئة تمارس إجراءات مماثلة لتلك التي تمارسها الهيئة العامة لسوق المال المصري، إضافة إلى أن تطبق هذه الشركات الأجنبية معايير المراجعة والمراقبة الدولية في تقاريرها المالية.

- أما بورصة بيروت فتطبق على الشركات الأجنبية نفس الشروط ومتطلبات الإدراج التي تخضع لها الشركات المحلية بشرط أن تستخدم طرق محاسبية مقبولة دوليا.

- تطبق بورصة عمان على الشركات الأجنبية الراغبة بإدراج أوراقها المالية نفس الأحكام المطبقة على الشركات المحلية حسبما أوردته المادة 22، بإستثناء أن يكون قد مضى على إدراجها في بورصة غير أردنية على الأقل سنتين.²

د. الإفصاح المالي: يضم كل القواعد والقوانين المتعلقة بعمليات الإفصاح المالي والذي يعتبر أحد أهم متطلبات عمل بورصات الأوراق المالية خاصة أنه يمنح ثقة أكبر للمتعاملين ويدعم إتخاذ القرارات الصحيحة وتعكس نوعية ودقة الإفصاح تطور الأساليب المحاسبية المستخدمة لذلك أصبحت أغلب البورصات تسعى لتطوير نماذج التقارير المالية المستخدمة وفقا لمعايير المحاسبة الدولية.

وتوجد إختلافات بين البورصات العربية فيما يخص المعلومات المطلوب الإفصاح عنها والعقوبات المفروضة على من يقوم بتقديم تقارير مالية ومعلومات غير صحيحة أو من يقوم بالإستفادة من المعلومات التجارية الداخلية، ومن بين الإختلافات الموجودة في القوانين والنظم المتعلقة بعملية الإفصاح داخل البورصات العربية:

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، استجابة للعلومة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الاسكو)، مرجع سبق ذكره، ص 21.

² - المادة (22) من تعليمات الإدراج في بورصة عمان لسنة 2004، والمعدلة من خلال القرار 225/2011، المنشور في موقع البورصة:

— لا تحتوي الأنظمة التنفيذية لبورصة بيروت عن أي قواعد متعلقة بالإفصاح القانوني، وتشير المادة (222) من قانون ذا صلة بأن تصدر البورصة نشرة رسمية مجانية تضم جميع المعلومات المتعلقة بالبورصة وتعاملاتها وحركة أسعارها وأداء مؤشراتهما وتنص المادة (225) إلى حفظ كل الوثائق الرسمية المتعلقة بالشركات العاملة في البورصة والمتعلقة بالتداولات المتاحة للجمهور.¹

— أما نظام الإفصاح المصري فيعتبر النظام الأكثر تفصيلاً بين البورصات العربية ذلك نتيجة الدور الذي تقوم به الهيئة العامة لسوق المال في ضمان شفافية البورصة المصرية حيث لا يُسمح ضمن قوانينها بالمغلاة أو نشر معلومات لا تتفق مع حقيقة أوضاع الشركة ولا بد أن يستند كل ما تم نشره إلى وثائق ومستندات توفى بها البورصة عند طلبها لها، كما لا يسمح بإعطاء معلومات للمحلين الماليين قبل نشرها على جمهور حسب ما نصت عليه المواد 12-13-14 من قوانين الإفصاح المالي في سوق الأوراق المالية المصرية²، وتلتزم الشركات المدرجة بالبورصة بتعيين مسئول يتولى العلاقات مع المستثمرين **مُجِيباً** على إستفساراتهم، كما يُحظر عليهم عقد مجالس إدارة الشركات أو عقد جمعيتها العامة أثناء جلسات التداول وتوفى الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة بملخص محاضر الاجتماعات فوراً أو قبل أول جلسة للتداول تلي هذه الاجتماعات حسبما نصت عليه المواد، إضافة إلى إخطار البورصة بكل ما من شأنه أن يؤثر على أوضاع الشركة ومركزها المالي والبيانات والمعلومات التي تؤثر على تداول الأوراق المالية، ويجب على كل شركة لها أوراق مالية متاحة في إصدار عام أن تنشر كل ستة أشهر معلومات عن أنشطتها ونتائجها.³

— أما بالنسبة لسوق الكويت للأوراق المالية فبالرغم من الأزمة التي شهدتها "أزمة المناخ" والتي تعود أسبابها إلى عدم وجود نظام يوفر المعلومات المالية للمستثمرين، فإنه لا يرد في الأحكام القانونية لتنظيم السوق كثر للإفصاح المالي، ونجد أن الإشارة الوحيد المتعلقة بالإفصاح المالي جاءت في الموضوع المتعلق بإنشاء الوكالات المتخصصة اللازمة للسوق، حيث تنشئ إحداها لتقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات ذات الصلة بالسوق وأوراقها المالية، وتقوم بإعداد التقارير اليومية عن عمليات التداول وحركة أسعار وأرباح الشركات المدرجة.

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (لاسكو)، مرجع سبق ذكره، ص23.

² - المادة 12.13.14 من قواعد قيد وإستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم 30 لسنة 2002 وفقاً لأخر تعديل، إصدار جوان 2010.

³ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (لاسكو)، مرجع سبق ذكره، ص23.

وقد إهتم المشرع الكويتي بشكل خاص بتشديد العقوبات وتطبيقها على الأشخاص المستفيدين من معلومات غير متاحة للجمهور وأعضاء مجالس الإدارة وأقاربهم.

هـ. **إجراءات التداول والتسعير:** إستكملت أغلب البورصات العربية القوانين واللوائح المتعلقة بإجراءات التداول كما عززت معظم البورصات العربية كفاءة نظمها لتداول الأوراق المالية بإستخدامها لتكنولوجيا الحديثة ومن المهم تعميم هذه التكنولوجيا في كل البورصات العربية حتى تدعم وتيسر عملية التكامل والربط بين البورصات العربية.

و. **قوانين الشركات:** تخص كافة القوانين المتعلقة بإنشاء شركات المساهمة ومتطلباتها وتشمل القواعد الهادفة لحماية المستثمرين وكذلك القواعد المتعلقة بالإفصاح القانوني ومراجعة الحسابات، وتعرف هذه القوانين في الدول العربية تعديلات بإستمرار تهدف لتحديثها بالشكل الذي يشجع على إنشاء شركات المساهمة ويدعم ثقة المساهمين وتهدف هذه القوانين بصفة عامة إلى تنشيط عمليات الإصدار وحماية المستثمرين وتحسين كفاءة إدارة الشركات.

ز. **القوانين و الأنظمة الأخرى ذات الصلة بسوق الأوراق المالية:** يؤثر الإختلاف والتباين في قوانين الضرائب ومراجعة الحسابات وقوانين الإستثمار الأجنبي على عملية التكامل بين البورصات العربية، وقد شهدت أغلب القوانين الضريبية في الدول العربية تعديلات تهدف إلى تخفيض الأعباء الضريبية على شركات المساهمة وإعفاء الأرباح الموزعة على المستثمرين من الضرائب، كما تحت الدول العربية بشكل عام شركات المساهمة على نشر تقاريرها بالشكل الذي يعطي للجمهور فكرة واضحة عن مركزها المالي وتحدد قوانينها مسؤوليات مراجعي الحسابات وعقوبات عدم الإلتزام بالإجراءات والقوانين المتبعة.

ومن المهم أن تسعى الدول العربية إلى إعتماد إجراءات المرجعة وفق المعايير الدولية بالشكل الذي يضمن تماثل قوانين المراجعة المطبقة في الدول العربية بنفس المصطلحات والإجراءات ويضمن وجود حد أدنى من التنسيق خاصة أن غياب هذا التنسيق أو قصوره سيضعف من ثقة المستثمرين في باقي البورصات العربية.

وتختلف القوانين المنظمة لتملك الإستثمار الأجنبي للأوراق المالية المحلية داخل الدول العربية ، بين بورصات لا تضع أي قيود على تملك الأجانب بإستثناء بعض الشروط الصغيرة مثل مصر، ودول عربية أخرى لا زالت تضع قيود على نسبة تملك الإستثمار الأجنبي في حدود لا تتعدى 49 في المائة من الشركات المحلية.

ثانياً: البنية التحتية للبورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي:

تشكل هذه البنية من نظام التداول ونظام الإيداع المركزي للأوراق المالية وقواعد التسوية والمقاصة:

(1) **نظام التداول:** يتكون من القواعد والإجراءات المنظمة لعمليات تداول الأوراق المالية حيث تسمح التكنولوجيا الحديثة بتيسير عمليات التداول ونشر المعلومات، وقد شهدت أنظمة التداول في البورصات العربية تحديثات مستمرة لمواكبة التطورات التي شهدتها البورصات العالمية مستهدفة بذلك رفع كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وضمان أكبر قدر من الشفافية وتحقيق العدالة بين المتعاملين.¹

(2) **نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية:** يتكفل هذا النظام بحفظ جميع الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها لدى جهة مركزية واحدة بدل من تداولها من حائز لحائز آخر، لتصبح عملية التداول مجرد قيد في دفاتر، ويعمل هذا النظام كبنك للأوراق المالية ويؤثر على سرعة تداول الأسهم، ويساهم إلى حد كبير في دعم جاذبية السوق والحد من الأخطاء والصعوبات التي تنتج عن فقدان الوثائق أو سرقتها أو تزويرها.

(3) **المقاصة والتسوية:** إن نظام التسوية والمقاصة الكفاء هو ذلك النظام الذي لا يوجد به أخطاء كثيرة ويتحدد حجم هذه الأخطاء من خلال نسبة العمليات التي بها أخطاء ولم تتم تسويتها إلى عدد الأيام التي تتم فيها عملية التسوية حيث كلما إنخفضت هذه النسبة كلما دل ذلك على كفاءة النظام.

تتطلب عملية المقاصة والتسوية وجود نظام مركزي لحفظ المعلومات والمستندات، ومن الضروري على الدول العربية حتى تستكمل إجراءات الربط بين البورصات العربية تفعيل المؤسسة العربية للمقاصة وربطها مع باقي هيئات المقاصة والتسوية داخل الدول العربية.

(4) **نشر المعلومات:** تتطلب عملية التداول داخل بورصة الأوراق المالية وجود شبكة إلكترونية للإتصال تُأمن نقل المعلومات للمتعاملين ويوجد نوعان من المعلومات الضرورية:

- النوع الأول: يتعلق بمعلومات عن التداول وحركة الأسعار والصفقات المرمة والبيانات المالية للشركات.
- النوع الثاني: يتعلق بالقيمة المضافة المستمدة من هذه المعلومات والبيانات فتشمل تحليلات المحللين ومؤشرات السوق والمعلومات الاقتصادية.

ويعد وجود شبكة توفر المعلومات بين البورصات العربية أمراً ضرورياً لربط بين البورصات العربية وهو ما إتجهت إليه أطراف الإتفاقية الثلاثية مصر كويت لبنان حيث عقدت إتفاق مع رويترز لتتولى مهمة تقديم المعلومات

¹ - رشيد، بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص328.

للمستثمرين في البلدان الثلاث وقد إتجهت جهود إتحاد البورصات العربية إلى إنشاء "الشبكة العربية للأسواق المالية" في سبتمبر 2001، لتوفير المعلومات عن التداولات داخل البورصات العربية.¹

ثالثا: تطوير البورصات العربية - تكثيف الجهود - :

تحتاج عملية الربط بين البورصات العربية أن يرتفع أداء هذه البورصات إلى مستوى معين يسمح بعملية التكامل فيما بينها و يهيئها للإستيعاب تكنولوجيا الربط ، خاصة أن العديد من الخبراء ينسبون فشل بعض الإتفاقيات بين البورصات العربية إلى التباين الكبير في مستوى تطور البورصة العربية.²

رابعا: دعم المؤسسات المالية العربية وتأسيس شركات داعمة للسوق:

ينسب الخبراء القصور في التدفقات المالية الإستثمارية البينية العربية إلى ضعف أو عدم إكتمال جسر الوساطة المالية الذي تتحرك عبره هذه التدفقات³، نتيجة عدم قدرتها على تشكيل إطار مؤسسي متكامل، إضافة إلى ما تعانيه البورصات العربية بشكل عام من القلة النسبية في مؤسسات الوساطة والمؤسسات الصانعة للسوق وشركات الترويج والإكتتاب وشركات التقييم.

ولابد للقائمين على عملية تفعيل التكامل بين البورصات العربية العمل على إستكمال إنشاء المؤسسات المتعلقة بنشر المعلومات وتحليلها داخل البورصات العربية وربطها مع باقي الأجهزة المعلوماتية في بقية البورصات العربية لتشكيل شبكة تضمن نقل المعلومات بين كافة البورصات العربية.

- كما يدعّم وجود شركات عربية كبرى تعمل في مجال المقاصة والتسوية عملية الربط بين البورصات العربية حيث ستيسر عمليات التسوية والمقاصة بتكاليف منخفضة.

- سيساهم وجود شركات وساطة مالية إقليمية عملية الربط بين البورصات العربية حيث ستتمكن المستثمرين العرب من تداول الأوراق المالية المدرجة في كافة البورصات العربية في آن واحد ومن خلال نفس الحساب.⁴

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الاسكو، مرجع سبق ذكره، ص30.

² - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، الإستعراض السنوي لتطورات في مجال العولمة والتكامل الإقليمي في الدولة العربية مطبوعة الأمم المتحدة، الو م أ ، 2007، ص9.

³ - عبد المطلب عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص230.

⁴ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، الاستعراض السنوي لتطورات في مجال العولمة والتكامل الإقليمي في الدولة العربية مرجع سبق ذكره، ص09.

خامسا: تحسين المناخ الإستثماري:

يعتبر وجود بيئة إستثمارية ملائمة أحد أهم متطلبات التكامل بين البورصات العربية، لذلك فمن المهم إعادة النظر في الكثير من التشريعات المتعلقة بالإستثمار بالشكل الذي يحفز الإستثمارات العربية البينية إضافة إلى السعي نحو تحقيق قدرٍ مناسب من التناسق والإنسجام في مختلف السياسات الإقتصادية.¹

سادسا: تشجيع الإستثمار المؤسسي :

تحتاج عمليات التكامل بين البورصات العربية إلى تشجيع المستثمرين الذين يتمتعون بالقدرة على الإستثمار طويل الأجل (صناديق التقاعد والإستثمار) حيث توجه هذه الإستثمارات المالية إلى مشاريع طويلة الأجل تخدم خطط التنمية داخل الدول العربية.

المطلب الثالث: الإستراتيجية المقترحة لتطوير عمليات التكامل بين البورصات العربية

لم تنجح البورصات العربية رغم جهود الإصلاح التي بذلتها في إستقطاب رؤوس الأموال العربية والأجنبية بل وحتى في حشد مدخرات كبيرة وبقية رهينة الضعف والتخلف والركود، ولاستطيع البورصات العربية في ظل المنافسة الشديدة التي فرضتها عليها البورصات المتطورة أن تتجاوز عوائقها دون إقامة تكامل حقيقي فيما بينها بالشكل الذي يدعّم عمق أسواقها وينوع من أدواتها ويوسع قاعدة مستثمريها، لذلك لابد للمشرفين على البورصات العربية وضع رؤية إستراتيجية تسمح لهم بتفعيل التكامل بين البورصات العربية.

إن عملية ربط البورصات العربية من خلال توحيد التشريعات والتنسيق فيما بينها مهم، إلا أنه سيكون طريقاً طويلاً لذا فالأولى في المراحل الأولى لعملية التكامل أن يتم الإعتراف المتبادل بالقوانين والتشريعات الموجودة في كل دول العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وقبول المؤسسات المرخص لها بالعمل في البورصات العربية وفقاً لقوانينها المحلية وفي نفس الوقت يتم دعم المساعي الرامية إلى توحيد التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية.

حيثُ بنى هذه الإستراتيجية على الربط بين البورصات العربية مع إحتفاظ كل بورصة بخصوصيتها الحالية ودعم جهود التنسيق نحو توحيد التشريعات وفق إستراتيجية تتكون من أربع محاور رئيسة:

¹ - عبد المطلب عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 239.

1. حرية التداول الإقليمي:

من خلال توفير كاملا الحرية للمستثمرين العرب بالتداول في كافة البورصات العربية، خاصة أنه الرغم الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية لازالت توجد منها بورصات تضع قيودا على التدفقات الرأسمالية العربية من خلال تسقيف حجم تملك الأجانب لأسهم شركات المساهمة المحلية دون التفرقة بين العرب والأجانب ومن بين الدول العربية التي لا تفرض أي قيود على الإستثمار الأجنبي في بورصاتها هي مصر، عمان، المغرب، لبنان، الجزائر، في حين تفرض تونس ودول الخليج بعض القيود، حيث تسمح البحرين للأجانب (ومن بينهم العرب) بتملك 49 في المائة من أسهم شركات المساهمة المحلية في حين يسمح للمستثمرين الخليجين بتملك 100 في المائة من أسهم الشركات البحرينية وقد شكلت تداولات مواطني دول مجلس التعاون الخليجي 30 في المائة من القيمة المتداولة في بورصة البحرين.¹

يسمح في سلطنة عمان للأجانب بالتملك حتى 70 في المائة لبعض الشركات، أما سوق الدوحة للأوراق المالية فإن القوانين تحدد سقف ملكية الأجانب بنحو 25 في المائة، وتسمح أسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي (فيما عدا السوق السعودي) بإدراج أسهم الشركات الأجنبية وتسمح للأجانب المقيمين بها بأن يستثمروا في هذه الشركات حتى 100 في المائة، أما البورصة التونسية فجعلت نسبة تملك الأجانب بما فيهم العرب في حدود 50 في المائة ولا يسمح بتجاوزها إلا بعد الحصول على ترخيص.²

وبخصوص البورصات التي لا تفرض قيود على تملك الإستثمار الأجنبي لأسهم الشركات مثل مصر فقد إرتفع النصيب النسبي للأجانب من قيمة التداول في البورصة المصرية من 19 في المائة سنة 2002 إلى 30 في المائة في سنة 2005 لتصل إلى نسبة 52 في المائة سنة 2006 ويمثل المتعاملون من دول مجلس التعاون الخليجي (السعودية، الإمارات، الكويت) نحو 36 في المائة من إجمالي المتعاملين الأجانب في سنة 2004 و 41 في المائة في سنة 2005.³

أما في الأردن فقد بلغت نسبة مساهمة غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المدرجة في بورصة عمان مع نهاية سنة 2005 ما نسبته 45 في المائة مقارنة مع ما نسبته 38.5 في المائة سنة 2001.⁴

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، دور أسواق رأس مال العربية في تنمية الإقليمية دراسة حالة أسواق أوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

² - صندوق النقد العربي، مساهمة الصندوق النقد العربي في تطوير أسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 18.

³ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، دور أسواق رأس المال العربية في تنمية الاقتصادية دراسة حالة: البورصة المصرية مرجع سبق ذكره، ص 15.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص 8.

2. اعتماد التداول الإلكتروني عبر الإنترنت :

يعتبر الربط بين البورصات العربية إلكترونياً عبر شبكة الإنترنت أمر ضرورياً لتفعيل الخطوة الأولى نحو التكامل بين البورصات العربية بالشكل الذي يسمح للمستثمر الجزائري التداول في البورصة المصرية من محل إقامته ويفترض ذلك وجود إتفاقيات مسبقة يكون بموجبها الوسطاء قادرين على تنفيذ المعاملات والمقاصة والتسوية عبر الحدود وتكون هذه الإتفاقيات معتمدة من السلطات الرقابية لكل طرف من الأطراف المعنية، وتحتاج هذه الخطوة أيضاً إلى تنظيم دورات تدريبية شاملة لجميع الأطراف وللسلطات الرقابية، للوقوف على المتطلبات القانونية واللوائح التنظيمية لمختلف البورصات المشتركة.

يعتبر الخبراء أن التعامل عبر الحدود عن طريق الإنترنت وسيلة أولية وعملية لتحقيق التكامل بين البورصات العربية على المدى الطويل، إضافة إلى أن هذا الخيار لا يعطل الممارسات الحالية في البورصات العربية أو يلزمها بتغيير قواعدها ولوائحها وإجراءاتها، ويحتاج فقط إلى وجود إتفاقيات بين المتعاملين والأعضاء في البورصات العربية وإلى إقامة أليّة الأساسية المتعلقة بالمعلومات والاتصالات وبرامج التدريب وتوعية المشاركين في البورصات العربية.¹

ولا يمثل التداول عبر الإنترنت عقبة أمام التكامل بين البورصات العربية فكل البورصات العربية النشطة (الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، الكويت، الجمهورية مصر العربية، المملكة العربية السعودية) تمكن مستثمريها من التداول عن بعد عبر الإنترنت، وتخضع عملية التداول عبر الإنترنت إلى بعض المخاطر مثل²:

- إمكانية حدوث خلل أو عطل مفاجئ لذلك لا بد من ضمان وجود أمام المستثمر بدائل أخرى للتداول مثل الهاتف.
- إضافة إلى مخاطر القرصنة لذلك لا بد من تأمين الكامل للمواقع الإلكترونية للشركات الواسطة المالية، لذلك من المهم التعامل مع شركات الواسطة المالية الكبيرة ذلك لقدرتها العالية على تأمين مواقعها الإلكترونية.

3. وجود شركات وساطة مالية إقليمية:

إن إنشاء شركات وساطة مالية عربية إقليمية يدعم بشكل كبير عملية التكامل بين البورصات العربية خاصة أن هذه الشركات ستكون متواجدة في أكثر من بورصة عربية، وتيسير بذلك تدفق الإستثمارات المالية بين

¹ - الإتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة العموم إفريقيا، مرجع سبق ذكره، ص 83.

² - صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2003، ص 15.

البورصات العربية وسيحتاج بذلك المستثمر العربي إلى فتح حساب واحد لدى الشركة يكون من خلاله قادراً على التداول في عدة بورصات عربية إضافة إلى الاستفادة من الخدمات التي تقدمها هذه الشركات في نشر المعلومات والبيانات والتحليلات حول البورصات العربية المشتركة بها.¹

وتوجد حالياً بعض شركات الوساطة المالية التي تمارس مهامها ضمن عدة بورصات عربية مثل:

- شركة (المجموعة المالية هيرمس) المصرية والتي تتعامل في كل من بورصتي القاهرة والإسكندرية وسوق ابوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي بالإضافة إلى سعيها للانضمام لكل من السوق المالية السعودية وبورصة قطر.
- شركة "كيفك" للإستثمار المالي وتسمح لعملائها بالتداول في أربعة بورصات خليجية هي (الإمارات العربية المتحدة، عمان، المملكة العربية السعودية، الكويت) إضافة إلى سعيها للانضمام إلى كل من البورصة المصرية وبورصة عمان.

كما شهد الوطن العربي ظهور شركات عربية تولت مهمة نشر المعلومات الفورية والإلكترونية للمستثمرين في البورصات العربية مثل شركة (زواية) في دبي و (المباشر في المملكة العربية السعودية).

4. دعم جهود المؤسسات العربية المشتركة الهادفة لتفعيل التكامل بين البورصات العربية:

خاصة الجهود التي يبذلها صندوق النقد العربي وإتحاد البورصات العربية فقد سعى هذا الأخير منذ الثمانينات إلى التنسيق بين أعضائه وتيسير تبادل المعونات الفنية وتذليل الصعوبات التي تعوق تدفق الإستثمارات المالية العربية البنينة، وكما سبق الذكر فقد قام الإتحاد بالعديد من محاولات الربط بين البورصات العربية حيث إعتمدت هذه المحاولات في بادئ الأمر على مدخل القانوني فسعت نحو توحيد التشريعات واللوائح المنظمة للبورصات العربية إلا أن هذه المحاولة فشلت نتيجة تفضيل السلطات للقوانين والنظم المحلية داخل بورصاتها، وللتغلب على هذه العوائق فقد إتجه الإتحاد إلى ربط البورصات العربية من خلال الإشراف على عقد إتفاقيات ثنائية وثلاثية بين البورصات العربية.

وقد إعترض تطبيق هذه الإتفاقيات بعض الصعوبات و العوائق المتعلقة بعمليات التسوية والتقاص لذلك فقد سعى الإتحاد إلى إنشاء عدة مشاريع على مستوى القومي ليشكل من خلالها الدعائم الأساسية لتفعيل التكامل بين البورصات العربية و ليتغلب على العوائق التي واجهت محاولات الربط السابقة ومن بين هذه المشاريع:

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 240.

أ. المؤسسة العربية للمقاصة: يكتسي وجود المؤسسة العربية للمقاصة أهمية بالغة حيث يسمح بتيسير عقد الصفقات بين المتعاملين داخل البورصات العربية وتيسير تسويتها كما يضمن وجود آلية مناسبة للربط بين البورصات العربية، وقد حدد الإتحاد أهداف هذه المؤسسة في¹:

- العمل كمرکز إيداع للأوراق المالية التي يتم التداول بها بين البورصات العربية من خلال إصدار شهادات إيداع عربية يتم التداول عليها بين المستثمرين العرب.
- القيام بعمليات المقاصة بين الأسواق المالية العربية ودعم إنشاء غرف للتقاص داخل البورصات العربية وتطوير القائمة منها.
- قبول الأدوات المالية المختلفة المدرجة في البورصات العربية وفتح حسابات بغرض الإستثمار.
- التنسيق بين هيئات التقاص العربية وتمثيلها في المحافل الدولية أمام هيئات التقاص الدولية.
- المساعدة في قبول الإصدارات التي تتم بين الأسواق المالية العربية.

ب. الشبكة العربية للأسواق المالية :

لقد كشفت إتفاقيات الربط بين البورصات العربية السابقة أن ضعف حجم تعاملات الأوراق المالية عبر الحدود داخل الوطن العربي كان سببه الأساسي ضعف المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين عن البورصات العربية، ولتجاوز هذا العائق وسعيًا منه لتعزيز دعائم الربط بين البورصات العربية قام إتحاد البورصات العربية بتأسيس الشبكة العربية لأسواق الأوراق المالية لتشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية وتوسيع قاعدة المستثمرين، حيث تضمن هذه الشبكة توفير المعلومات الحية للمستثمرين العرب عن مختلف البورصات العربية في نفس الوقت، وتشمل هذه المعلومات أسعار التداول وحركة المؤشرات والتقارير الإقتصادية بالشكل الذي ييسر للمستثمرين العرب متابعة التعاملات في البورصات العربية.

ج. دعم الجهود المبذولة لتوحيد التشريعات بين البورصات العربية وتجاوز الإختلافات وسعي نحو التغلب على كافة العوائق التي تحول دون عملية الربط بين البورصات العربية وتعميق حركة إنتقال رؤوس الأموال عربية.

¹ - صعق عبد الله الركبي، مشروع البورصة العربية، مداخلة في الملتقى السادس لمجتمع الأعمال العربي، سوريا، في 27-29 افريل 2002، ص4

خلاصة الفصل الثالث

لقد برزت فكرت التكامل بين البورصات العربية بعد أن عجزت هذه الأخيرة عن تجاوز العوائق التي تواجهها منفردتا، في الوقت الذي تتعرض فيه إلى من منافسة شديدة من طرف البورصات المتطورة في الدول المتقدمة والتي تسعى إلى جذب المزيد من رؤوس الأموال العربية.

ويرى العديد من الإقتصاديين العرب أن التكامل بين البورصات العربية يعد أحد أهم الوسائل التي من شأنها النهوض بواقع البورصات العربية من خلال رفع قدراتها الإستيعابية و توسيع قاعدة مستثمريها وزيادة فرص التنوع أمام المستثمرين وتطوير عملية تبادل المعلومات وتبني نظام حوكمة الشركات، وقد عرفت تجربة الربط بين البورصات العربية مرحلتين مختلفتين، حيث تم في المرحلة الأولى توجيه الجهود نحو عملية توحيد الأنظمة والقوانين واللوائح وسرعان ما فشلت هذه المرحلة نتيجة تفضيل السلطات القائمة على البورصات العربية تطبيق أنظمتها ولوائحها المحلية، ما دفع بمؤسسات العمل العربي المشترك (إتحاد البورصات العربية وصندوق النقد العربي) للبحث عن سبل أخرى للربط بين البورصات العربية.

وقد إستخدمت مؤسسات العمل العربي المشترك في المرحلة الثانية لتجربة الربط بين البورصات العربية طريقة عقد إتفاقيات بين البورصات العربية، وقد ساهمت هذه الطريقة في تجاوز العديد من العوائق غير أن نتائج عملية الربط هذه ظلت أقل من التطلعات المنتظرة منها، نتيجة لعدة أسباب أهمها ضعف المعلومات المتبادلة بين البورصات العربية، خاصة بالنسبة للإتفاقية التي ربطت بين كل من بورصة مصر وسوق الكويت للأوراق المالية وبورصة لبنان والتي كان ينتظر منها أن تشكل اللبنة الأساسية لإقامة التكامل بين البورصات العربية.

وتحتاج عملية تحقيق التكامل بين البورصات الى إنتهاج إستراتيجية واضحة لتجاوز هذه العوائق، إضافة الى أنه من المهم أن تتميز الإتفاقيات التي ستربط بين البورصات العربية بالمرونة من أجل أن تدعم البورصات العربية المتضررة من عملية الربط خاصة في بداياته الأولى.

الفصل الرابع

التكامل بين البورصات العربية كآلية لدعم

التكامل الإقتصادي العربي

مقدمة الفصل الرابع

توجه البورصات العربية العديد من التحديات والعوائق التي تحد من تطورها وتموها خاصة في ظل المنافسة الشديدة التي فرضتها عليها البورصات المتقدمة، حيث تفتقر البورصات العربية الى العديد من الخصائص التي تتميز بها البورصات المتقدمة بما في ذلك العمق و الإنفتاح وإمكانيات المساءلة والشفافية وإنخفاض تكاليف المعاملات وقد ساهم هذا الوضع في إستمرار خروج الأموال العربية للإستثمار في الخارج لذلك تعد عملية النهوض بالبورصات العربية وتطوير أداءها أكثر من ضرورة، ويرى العديد من الإقتصاديين العرب أن عملية التكامل بين البورصات العربية ستساهم في النهوض بأداء البورصات العربية وبدعمها في تجاوز هذه العوائق و التحديات.

إن عملية تطوير البورصات العربية وتفعيل التكامل فيما بينها سَيَسِّرُ حركة إنتقال رؤوس الأموال العربية داخل الوطن العربي، لتشكل بذلك ركنا أساسيا في عملية تمويل التنمية العربية المشتركة وتعزيز التكامل الإقتصادي العربي، إضافة الى أنها ستدفع نحو ظهور مشاريع إقتصادية عربية مشتركة تُدعم عملية التكامل الإقتصادي العربي.

وستتطرق خلال هذا الفصل الى التكامل بين البورصات العربية كآلية لدعم التكامل الإقتصادي العربي حيث سنتناول في المبحث الاول الآثار المتوقعة لعملية التكامل بين البورصات العربية على المستوى القومي وعلى مستوى التنمية وأثره على أداء البورصات المحلية، أما المبحث الثاني فقد خصص لتحديد دور تكامل البورصات العربية في قيام إستثمارات عربية بينية عملاقة وأهميته في أستقطاب رؤوس الأموال العربية المهاجرة و في دعم عمليات الإندماج بين الشركات العربية، وسنستعرض خلال المبحث الثالث من هذا الفصل آفاق عملية التكامل بين البورصات العربية ودوره في دعم قيام البورصة العربية الموحدة وأهم التحديات التي تفرضها عملية التكامل بين البورصات العربية.

المبحث الأول: الآثار المتوقعة لعملية التكامل بين البورصات العربية

تدفع التحديات التي توجهها البورصات العربية نحو تسريع الخطى لتعميق درجة التعاون والترابط فيما بينها لأجل تفعيل عملية التكامل، خاصة أن هذا التوجه يعد اليوم أحد أهم الخيارات المتاحة للبورصات العربية، حيث تبرز أهميته و آثاره الإيجابية على عدة مستويات.

المطلب الأول : الآثار المتوقعة لتكامل البورصات العربية على المستوى القومي

تتزايد أهمية التكامل بين البورصات العربية يوما عن يوم خاصة في ظل التطورات العالمية والتوجه المتسارع نحو العولمة المالية والتحرر المالي، ومن المنتظر أن يشكل التكامل بين البورصات العربية الحلقة المفقودة في مسار التكامل الإقتصادي العربي من خلال تيسيره لحرية إنتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية وزيادة التعاون فيما بينها وتعميم مجالات التعاون وبالتالي سيتحقق التكامل المنشود بين الدول العربية، ولا تعتبر عملية التكامل بين البورصات العربية هدفا في حد ذاتها بل تشكل وسيلة لتحقيق العديد من الأهداف على المستوى القومي من بينها:

- 1- ترسيخ مفاهيم التعاون والتضامن الإقتصادي بين الدول العربية والتحول من إستراتيجية العمل الفردي إلى إستراتيجية العمل الجماعي خاصة أن العوامل التي تشترك فيها الدول العربية أكثر من العوامل التي تختلف فيها.¹
- 2- تحقيق ما يسمى بالإعتماد الجماعي على الذات العربية في تمويل التنمية العربية لتكون تنمية مستقلة، وبالتالي القضاء على التبعية الإقتصادية وقريبتها التبعية السياسية التي تعاني منها كل الدول العربية.
- 3- توفير الآلية التي تيسر إنتقال رؤوس الأموال العربية بين الدول العربية لتمثل بذلك أحد الدعائم الأساسية لقيام التكامل الإقتصادي العربي.
- 4- يعتبر وجود بورصات عربية متطورة ومتكاملة شرطا أساسيا للإستفادة من رؤوس الأموال العربية المهاجرة وجذب الإستثمارات الأجنبية، خاصة أن أغلب البورصات العربية غير قادرة على إستيعاب فوائضها المالية (الدول النفطية) ما يدفع رؤوس أموالها إلى الهجرة نحو الخارج بحثا عن فرص للإستثمار، لذلك فوجود تكامل بين البورصات العربية سيمكن من إستيعاب رؤوس الأموال العربية المحلية والمهاجرة ويرفع من جاذبية المنطقة للإستثمار الأجنبي.²

¹ - أشرف محمد دوابه، مرجع سبق ذكره، ص22.

² - عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص200.

- 5- تستند فلسفة التكامل الإقتصادي أو حتى منطقة التجارة الحرة إلى وجود إنتاج كبير لتغطية الأسواق المحلية والإستفادة من إقتصاديات الحجم، ويحتاج هذا النوع من الشركات إلى وجود أوعية مالية كبرى تساهم في ضمان توفير مصادر التمويل الكبيرة والكافية لهذه المشاريع ولا تستطيع البورصات العربية منفردة أن تحقق هذه الرؤيا غير أنه في حال تكاملها سيتسع نطاقها لتتوفر بذلك العوامل الرئيسية لقيام شركات عملاقه قادرة على تغطية الأسواق المحلية والمنافسة في الأسواق العالمية.
- 6- سيساهم في تقليل المخاطر التي تتعرض إليها الأموال العربية في الدول المتقدمة خاصة بعد أحداث 11 سبتمبر 2001 ، لذلك فهي تعد فرصة أمام الدول العربية لإستعادة الأموال العربية المهاجرة طبعاً مع العمل على تهيئة المناخ الملائم لإستثمار.¹
- 7- سَيُدْعَمُ التكامل بين البورصات العربية عمليات الإندماج بين الشركات العربية ويشجع صيغ المشاركة فيما بينها حيث سَتُمكنُ من إقامة وحدات إنتاجية كبيرة تستفيد من الموفورات الداخلية، ويدفع نحو التشابك بين القطاعات الإقتصادية والإنتاجية داخل الدول العربية ويرفع من القدرات الإستيعابية سواء فيما يخص الموارد البشرية أو المادية الأخرى، وإستثمارها بأكثر كفاءة.²
- 8- يرى بعض الإقتصاديين وعلى رأسهم الأستاذ فارتز ماكلوب: "... أن التكامل بين بورصات الأوراق المالية من شأنه أن يكون عملاً تمهيدياً لتحقيق تكامل سوق السلع والخدمات"، خاصة أن هذا تكامل بين البورصات العربية سيدفع نحو تساوي تكاليف الإقتراض داخل الدول العربية ويقلل من حدة المنافسة بين المشاريع القائمة في الوطن العربي وسيساهم في تحقيق التوزيع الأمثل للمشاريع الصناعية الجديدة وتقليص تكاليف النقل.³
- 9- تعد أغلب الدول العربية من الدول الفقيرة وبالتالي فإن تكلفة حصولها على الموارد المالية من الأسواق العالمية ستكون مرتفعة وعليه فإن التكامل بين بورصاتها سوف يؤدي إلى زيادة تدفق وإنسياب الأموال الى داخل الدول العربية.⁴

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص238.

² - وفاء الرشيدى و آخرون، منتدى سوق المال: يؤكد أن الإجراءات الفنية والقانونية لا تمثل عقبة نحو تحقيق تكامل أسواق المال الخليجية، مرجع سبق ذكره، ص17.

³ - زيد الخير ميلود، أولاد العيد سعد، بدر الدين بدرينة، توطين الأموال العربية المهاجرة : نحو رؤية جديدة لسوق مالية عربية، الملتقى الدولي الثاني للتكامل الإقتصادي العربي الواقع والأفاق ، جامعة عمار ثلجي، الاغواط، 17-19 أفريل 2007، ص8.

⁴ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص238.

إن حرية إنتقال الأموال بين الدول العربية وزيادة التعامل فيما بينها سيعمل تدريجياً علي تعميم مجالات التعاون لتمتد إلى مجالات التجارة الخارجية والإستيراد والتصدير وباقي المجالات الأخرى ليدعم بذلك جهود التكامل الإقتصادي العربي.

المطلب الثاني: الآثار المتوقعة لعلمية التكامل بين البورصات العربية على مستوى التنمية

إن توجه نحو التكامل بين البورصات العربية سوف يساهم بلا شك في دعم قدرات الدول العربية على رفع معدلات التنمية من خلال عدة قنوات أهمها:

- 1- سيلعب التكامل بين البورصات العربية دوراً فعالاً في تحفيز مستويات الإدخار المحلية ومن خلال دور البورصات في حسن تخصيص هذه المدخرات سيؤدي ذلك لزيادة معدلات النمو الإقتصادي.
- 2- سيساهم في تمويل إحتياجات التنمية الإقتصادية داخل الدول العربية خاصة أن البنوك التجارية الموجودة في الدول العربية بإمكانيتها المحدودة لا تستطيع أن تتحمل أعباء التنمية التي تستلزم قروض طويلة الأجل، وسيغطي وجود تكامل بين البورصات العربية الإحتياجات التمويلية للتنمية الإقتصادية العربية.
- 3- توفّر عملية التكامل بين البورصات العربية الآلية التي تسمح بقيام إستثمارات بطريقة غير تضخمية من خلال حشد المدخرات، ما يجنب هذه الدول الآثار التضخمية خاصة أن المقابل لعملية التمويل عن طريق الأسهم والسندات هو التمويل المصرفي والذي قد يؤدي إلى الزيادة المفرطة في عرض النقود وبالتالي خلق موجات تضخمية، حيث أن عملية إصدار الأسهم والسندات تضمن إمتصاص قوة شرائية من المتعاملين في البورصات ما يسمح بتقليل وتفادي الآثار التضخمية بل سيساهم في تخفيض معدلات التضخم داخل الدول الأعضاء في هذا التكامل.¹
- 4- سيساهم في إنجاح برامج الخصخصة في مختلف الدول العربية، خاصة منها تلك الدول التي تمتلك بورصات ضيقة النطاق وغير قادرة على إستيعاب الشركات الكبرى المراد خصخصتها.
- 5- سيدعم التكامل بين البورصات العربية أداء البورصات المحلية و يعزز من دورها داخل إقتصادياتها لتقود بذلك عملية التنمية، ويسمح بالإستفادة من الفوائض المالية النفطية داخل بعض الدول العربية، ويحفز الدول النفطية

¹ - وفاء الرشيدى وآخرون، منتدى سوق المال: "يؤكد الإجراءات الفنية والقانونية لا تمثل عقبة نحو تحقيق تكامل أسواق المال الخليجية

مع مرور الوقت لإيجاد موارد بديلة لتنميتها الإقتصادية بدل الإعتماد الكلي على الإيرادات النفطية والتي تعتبر من الثروات الناضبة.

6- سيعزز من جاذبية الإستثمار في الدول العربية ويدعم إستقرار رؤوس الأموال العربية داخل الوطن العربي ويشجعها على البقاء بدل البحث عن فرص أفضل للإستثمار خارج الوطن العربي.

7- إن إرتفاع عدد الشركات المدرجة للتداول نتيجة عملية التكامل بين البورصات العربية سيوفر فرص عديدة أمام المستثمرين من الدول العربية لتنويع محافظهم المالية، وسيؤدي كذلك إلى تحسين سيولة البورصات العربية وتعتبر السيولة هي نقطة الوصل بين البورصات والتنمية الإقتصادية¹، حيث قامت العديد من الدراسات التي تبحث في الأثار الإيجابية للبورصات ذات سيولة عالية في دفع عجلة النمو الإقتصادي، ولعل أشهر الدراسات في هذا الموضوع الدراسة التي قام بها باحث البنك الدولي لايفين وليفين (2004) حيث أكدت هذه الدراسة على الأثر الإيجابي للبورصات ذات السيولة العالية ودورها في دفع عجلة النمو الإقتصادي من خلال قدرتها على حشد المدخرات وتخفيض تكاليف المعاملات وتطوير نظامها للمعلومات بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة الكفاءة التخصيصية، وقد خلصت هذه الدراسة الى أن في المراحل الأولى لتطور البورصة سيكون الأغنياء أكثر إستفادة أما في المراحل اللاحقة من التطور والعمق فإن الفقراء هم من يجني فوائد هذا التطور ليساهم ذلك في النهاية بتقليص التفاوت في مستويات الدخل وبالتالي يقلص من نسبة الفقر.

أما في حالة البورصات العربية اليوم فإن النمو الإقتصادي هو الذي يؤثر في القطاع المالي بشكل عام وليس العكس، وذلك ما توصلت إليه العديد من الدراسات ومن بينها الدراسة التي قام بها بوليلي وطرابلسي (2004) حيث أعادوا أسباب هذه النتيجة إلى:

- طول فترة الكبح المالي والتأخر في الإصلاحات المالية في الدول العربية.
- التكلفة المالية العالية للحصول على معلومات وإتمام المعاملات.
- هيكل الملكية للشركات الكبيرة المسجلة في البورصات (ملكية حكومية).
- حجم الشركات المدرجة بالبورصات مقارنة بغير المدرجة.
- التكامل الضعيف للأسواق المالية العربية مع الأسواق العالمية.

8. ستلعب عملية التكامل بين البورصات العربية دُورًا هامًا في التخصيص الكفء للفوائض المالية العربية وتحسين كفاءة رأس المال بالاجتماع ككل من خلال:

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الإقليمية: دراسة حالة اسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، مرجع سبق ذكره، ص ص 4-30.

أ. الآثار المترتبة على تفعيل حوكمة الشركات: حيث يعد الإلتزام بمعايير الحوكمة أحد متطلبات الإدراج في

البورصات المتكاملة وتلتزم بموجبه الشركات ب:

- العديد من القواعد التنظيمية والرقابية.

- الإلتزام بالإفصاح عن القوائم المالية والمعلومات الخاصة بنشاط الشركة.

إن الإلتزام بمعايير الحوكمة داخل البورصات العربية سيوفر المناخ الملائم لممارسة الرقابة داخل البورصة خاصة أن المستثمرين في الأوراق المالية سيعتمدون على المعلومات والتقارير المالية العامة الصادرة عن الشركات في بناء إستراتيجياتهم الإستثمارية وفي الوقت ذاته سيعلم رؤساء مجالس الإدارات في شركات المساهمة المدرجة في البورصات المتكاملة بأن نتائج أداء شركاتهم ستكون محل متابعة وتحليل ولذلك فسيحرصون على تعظيم القيمة السوقية لأسهم شركاتهم من أجل نيل رضا المساهمين وبالتالي إحتفاظهم بمناصبهم وفي النهاية سيكون هناك سعي مستمر لرفع كفاءة رأس المال المستثمر.¹

ب. الآثار المترتبة على كفاءة أسعار التداول: إن حركة الأسعار داخل البورصات العربية المتكاملة ستعبر عن

أداء هذه الشركات وربحيتها وآفاق نموها نتيجة لتداول أوراقها المالية في أكثر من بورصة وستعبر قيمة أوراقها المالية عن القيمة الحقيقية لها، لذلك ستتحرك الموارد المالية لتمويل الشركات الأفضل أداءً وتكاليف تمويل أقل بالنسبة لهذه الشركات.

9. إن تدفقات رؤوس الأموال العربية والأجنبية إلى الدول العربية ما لم تتوجه نحو البورصات العربية من خلال الإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة والتي تصب في تمويل المشاريع و عمليات التوسع في النشاطات التي تقوم بها الشركات المصدرة للأوراق المالية وبالتالي رفع معدلات الإستثمار ، فإن هذه التدفقات ستصرف بشكل مباشر إلى رفع من قيمة العملة المحلية (وما يتبعها من آثار سلبية على تنافسية صادرات الدول العربية) وفي بعض الأحيان قد يؤدي بالسلطات النقدية إلى إتباع سياسة نقدية إنكماشية لمواجهة الآثار التضخمية، لأن هذه التدفقات تحتاج إلى وجود وعاء قادر على إستيعابها ويؤمن فرص لتنويع إستثماراتها وهو ما تتضمنه عملية التكامل بين البورصات العربية.

ومن البارز إن الدول العربية لا تعاني من مشكلة إستيعاب على مستوى البلدان العربية ككل، لكن تبدو المشكلة واضحة في حال ما تم بحث إقتصاد كل دولة على حدى.²

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، دور أسواق رأس المال في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة بورصة المصرية)، مرجع سبق ذكره، ص16.

² - يسرى محمد أبو العلا، تحديد مفهوم إستيعاب الإستثمارات المالية العربية في ضوء التشريعات المالية والاقتصادية، دار الفكر الجامعي، مصر 2007، ص76.

10. ستأمن عملية التكامل بين البورصات العربية قيام العديد من المشاريع الإستثمارية وبالتالي توفير العديد من مناصب الشغل لتساهم بذلك في عملية الحد من البطالة.
11. تستطيع الدول العربية وخاصة منها النفطية التي تمتلك فوائض مالية من خلال التكامل بين البورصات العربية إيجاد موارد بديلة لتنمية إقتصادها بدل الإعتماد الكلي على الإيرادات النفطية.

المطلب الثالث: أثر التكامل بين البورصات العربية على أداء البورصات المحلية

من المتوقع أن يدعّم التكامل بين البورصات العربية أداء البورصات العربية محليا من خلال عدة محاور أهمها:

1. ستضفي عملية التكامل بين البورصات العربية درجة عالية من السيولة على الأصول المالية من خلال حشدها لشرائح أوسع وأكبر من المستثمرين، وتُمكن كذلك شركات المساهمة الموجودة في البورصات العربية من الاستفادة من إقتصاديات الحجم والنطاق الجغرافي للتواصل مع شريحة أوسع من المستثمرين.¹
2. تُأمن عملية التكامل بين البورصات العربية العديد من البدائل الإستثمارية أمام المستثمرين ما يلبي حاجة المستثمر في تنويع إستثماراته، خاصة بالنسبة للمستثمر المؤسسي سواء من حيث الأدوات المالية المتاحة أو من حيث القطاعات المدرجة والتي تتباين في البورصات العربية، وسيسمح ذلك كله بتوسيع قدرات المستثمر على إدارة مخاطر الإستثمار وتحقيق عوائد إستثمارية مجزية، إضافة إلى أن نشاط البورصات العربية الذي سيبعّ عملية التكامل بين البورصات العربية سيساهم في الحد من تقلبات الشديدة ويقلل من مخاطر الإستثمار.²
3. ستساهم عملية التكامل بين البورصات العربية في الرفع من الكفاءة التشغيلية وزيادة عمق السوق، حيث ستؤدي لزيادة عدد شركات الوساطة المالية التي تتعامل في البورصات العربية وسيؤدي ذلك إلى إحتدام المنافسة فيما بينها على جذب المستثمرين من كافة الأقطار العربية ولن يتأتى لها ذلك إلى بعد أن تتميز هذه الشركات عن غيرها من خلال تخفيض عمولاتها والرفع من كفاءتها وتطوير مهارتها البشرية والتكنولوجيا بهدف تطوير عمليات التحليل الفني والإقتصادي، إضافة إلى تخفيض تكلفة الحصول على المعلومات بالشكل الذي يدعم عمق السوق ويقلل من مخاطر الإستثمار من خلال تنويع المحافظ المالية.

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص235.

² - شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص106.

4. يضمن لشركات المساهمة في الدول العربية الحصول على تمويل بشروط أفضل من خلال تأمينه الوصول إلى قاعدة أوسع من المستثمرين دون الإقتصار على الأسواق المحلية.
5. إن التكامل بين البورصات العربية ونتيجة لما يحققه من زيادات كبيرة في حجم السوق سيعزز من كفاءة البورصات العربية ويدعم عمقها ويوسع من طاقتها الإستيعابية من خلال ضمان وجود السيولة الكافية ما يدعم دورها داخل إقتصادياتها.
6. ستتيح عملية التكامل بين البورصات العربية لهيئات أسواق المال في الدول العربية تخفيض تكاليف الإشراف والتطوير وتنظيم الأسواق.¹
7. سيوفر التكامل بين البورصات العربية فرص أكبر لتقاسم المخاطر بين هذه الأسواق وكذلك تقليل كلفة رأس المال إضافة الى أنه سيخفض من هامش التقلبات الكبيرة في الأسعار ويرفع من كفاءة توزيع الموارد المالية بالشكل الذي يحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين و بالتالي سيوفر مصادر تمويلية على درجة عالية من الضخامة والوفرة يمكن أن تحدث تغيرات جوهرية في الواقع الإقتصادي العربي في مجموعه.
8. سيعزز التكامل بين البورصات العربية من دور هذه البورصات داخل إقتصادياتها من خلال مساندة جهود التنمية في البلاد العربية وإشراك الشعوب العربية في عملية التنمية من خلال نشر السلوك الإدخاري والإستثماري بين أفراد هذه الشعوب والذي سينعكس في زيادة معدلات النمو الإقتصادي ورفع مستوى المعيشي للأفراد.²
9. من شأن عملية التكامل بين البورصات العربية رفع قدرات هذه البورصات على إدارة أزمتهام ومنع إنتشارها من خلال إنشاء جهاز مختص بإدارة هذه الأزمات تتوزع تكاليف إنجازه على البورصات العربية ويكون هذا الجهاز تابع للهيئة التي تتولى مهمة الإشراف والرقابة على البورصات العربية المتكاملة ويكُلف هذا الجهاز بوضع نظام ذو كفاءة عالية وفعالية للإندار المبكر للأزمات داخل البورصات العربية، إضافة إلى توحيد الجهود والتنسيق فيما بينها للتعامل مع الأزمات التي من الممكن أن تحدث في أحد هذه البورصات وفي مختلف مراحل هذه الأزمات، ويتولى كذلك هذا الجهاز إعداد البرامج التدريبية للمسؤولين والعاملين في البورصات العربية لتدعيم مهارتهم في مجال إدارة الأزمات.³

¹ - وفاء الرشيدى وآخرون، منتدى سوق المال: يؤكد أن الاجراءات الفنية والقانونية لا تمثل عقبة نحو تحقيق تكامل أسواق المال الخليجية، مرجع سبق ذكره، ص19.

² - أشرف محمد دوابه، مرجع سبق ذكره، ص22.

³ - علال بن ثابت، محمد بن جاب الله، إدارة الأزمات في البورصات كمدخل لتدعيم تكامل الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي الثاني "التكامل الإقتصادي العربي الواقع والآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 17-19 أبريل 2007 ص8.

10. سينشط التكامل بين البورصات العربية الأسهم ضعيفة الجاذبية التي تنتشر في معظم البورصات العربية خاصة أن أغلب البورصات العربية تعتبر بورصات عالية التركيز، وستساهم قاعدة الإستثمار التي سيجمعها التكامل بين البورصات في رواج معظم الأوراق المالية المدرجة في البورصات العربية.

11. ستُدعم عملية التكامل بين البورصات العربية هذه الأخيرة في إستكمال أطرها القانونية والمؤسسية ومراجعة التشريعات القائمة وإيجاد قوانين مرنة تسمح بإستيعاب كافة التطورات التي تشهدها البورصات المتقدمة، كما سَيُدعم التكامل البورصات العربية في تجاوز المنافسة الشديدة التي تتعرض إليها من قبل البورصات المتطورة في الدول المتقدمة والناشئة على حد سواء ويؤهلها لإيجاد موضع قدم ضمن المنافسة العالمية بين البورصات من خلال هذا الكيان المالي المتكامل.

12. تعتمد جدوى التكامل بين البورصات العربية على مدى الإختلاف بين البورصات، فكلما إزدادت درجة التشابه بين البورصات إنخفضت درجة الإستفادة من هذا التكامل فمثلا: إذا كان قطاع الخدمات يحظى بنصيب الأسد من إجمالي القيمة السوقية للبورصات العربية ستخفض معه الفوائد المتوقعة من تنويع المحافظ الإستثمارية، لذلك فإن التنويع وإنخفاض درجة التشابه بين البورصات العربية أمر مهم لتعظيم الإستفادة من هذا التكامل.

وقد أسفرت نتائج الدراسات التحليلية لدرجة إرتباط البورصات العربية على وجود إرتباط قوي بين البورصات في دول مجلس التعاون الخليجي، حيث تتراوح معاملات الإرتباط فيما بينها¹ بين 52 في المائة إلى 92 في المائة فقد بلغ معامل الإرتباط بين البورصة السعودية وبورصة الكويت 92 في المائة ومع دبي 87 في المائة، وأبو ظبي 92 في المائة، ومسقط 89 في المائة، ويرجع الإقتصاديين أسباب ذلك إلى سيطرة قطاع البنوك في هذه البورصات كما أن حركة أسعار الأوراق المالية في هذه البورصات مرتبطة بشكل كبير بحركة أسعار النفط، وإضافة إلى ذلك فإن عوامل الإستقرار السياسي متشابهة فيما بينها.

في حين أظهرت هذه الدراسات ضعف الإرتباط بين باقي البورصات العربية، وذلك ما تعكسه المؤشرات فعلى سبيل المثال في سنة 2006 شهدت البورصات العربية أداء متباينا: حيث شهدت كل من السوق المالي السعودي وبورصة دبي إنخفاضا بـ 52 في المائة وإنخفض مؤشر فلسطين بـ 44 في المائة وأبو ظبي بـ 40 في المائة وعمان بـ 34 في المائة، وفي المقابل إرتفع مؤشر بورصة الدار البيضاء بنسبة كبيرة بلغت 65 في المائة وبورصة تونس 40 في المائة ومسقط بـ 6 في المائة والقاهرة والإسكندرية بـ 5 في المائة.²

¹ - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 184.

² - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي لسنة 2007، ص 144.

13. ضآلة الحجم النسبي للبورصات العربية والذي يقاس بعدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية لها ونسبة الإصدارات الجديدة وهو ما يرفع من حجم التقلبات الغير مبررة في الأسعار لاسيما مع ضعف الرقابة ونقص الإفصاح المالي داخل البورصات العربية ، وستدعم عملية التكامل بين البورصات العربية استقرار الاسعار داخل هذه البورصات ما يقلل من حجم مخاطر التقلبات الفجائية في الأسعار و يجعل البورصات العربية أكثر جاذبية للاستثمارات المالية.

المبحث الثاني: دور تكامل البورصات العربية في قيام إستثمارات عربية بينية عملاقة

إن عملية تفعيل التكامل بين البورصات العربية ستفتح المجال أمام الشركات العربية للقيام بعمليات إندماج وإستحواذ وتدفعها نحو إقامة تحالفات فيما بينها الأمر الذي سيتولد عنه ظهور شركات عربية عملاقة ستدفع بدورها نحو المزيد من التعاون العربي المشترك وتهميئ الأرضية لإقامة تكامل إقتصادي عربي يقوده القطاع الخاص من خلال هذه الشركات.

المطلب الأول : دور التكامل بين البورصات العربية في إستقطاب الأموال العربية المهاجرة

في الوقت الذي ترتفع فيه حجم المديونية الخارجية الإجمالية للدول العربية من 464 مليار دولار سنة 2006 إلى 726 مليار دولار سنة 2011، مع توقعات بإرتفاعها إلى 768.5 مليار دولار عام 2012 و وصول عدد العاطلين عن العمل في الدول العربية إلى نحو 22 مليون عاطل عن العمل أي بنسبة 14.5 في المائة من إجمالي القوة العاملة، وقد أكدت التقارير الصادرة عن المؤسسة العربية لضمان الإستثمار والائتمان على عدم قدرة الدول العربية على خفض معدلات البطالة في المرحلة القادمة عن المعدلات السائدة وإستندت في ذلك إلى إجمالي الإنفاق الإستثماري الحكومي والخاص في الدول العربية والذي قدرته بـ 500 إلى 600 مليار دولار سنويا والذي سيمكن من توفير من 5 إلى 6 مليون منصب شغل سنويا بمتوسط 100 ألف دولار كتكلفة لفرصة العمل الواحدة، إلا أن معظم الإستثمارات الحكومية تتم في مشاريع كثيفة رأس المال وقليلة العمالة مثل مشاريع البنية التحتية والنفط والغاز.¹ إضافة إلى تأثر الإستثمارات القائمة بالأزمة المالية العالمية الأخيرة والأحداث التي تشهدها المنطقة العربية حيث قلص كل هذا من قدراتها على توليد مناصب شغل جديدة لإمتصاص البطالة الحالية وتوفير مناصب شغل للوافدين الجدد لسوق العمل المقدر عددهم سنويا بـ 5 مليون وافد جديد.

تكتسب دعوات جلب الأموال العربية في الخارج أهمية متزايدة في المرحلة الحالية أو على الأقل جذب جزء منها خاصة في ظل الظروف السياسية والإقتصادية التي فرضتها المتغيرات الدولية، وقد قدر حجم الأموال العربية في الخارج بين 1.2 إلى 2.4 ترليون دولار في حين يقدر مركز الخليج للدراسات الإستراتيجية حجم هذه الأموال ما بين 2.1-4.8 ترليون دولار، ومن الصعب تحديد القيمة الحقيقية لهذه الأموال نتيجة²:

- تعدد أشكال هذه الإستثمارات.

- تنوع مالكي هذه الإستثمارات.

¹ - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2011، الكويت، سبتمبر 2012، ص ص 22-82.

² - سليمان بلعور، دور الإستثمارات البينية في التنمية الصناعية العربية، مجلة الباحث تصدر عن جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 07، ورقلة، الجزائر، 2010، ص 4.

- إتجاه هذه الإستثمارات إلى الدول المتقدمة بصورة غير مباشرة من خلال بنوك موجودة في مناطق آخر من العالم.

1. أسباب هجرة الأموال العربية إلى الخارج:

رغم ما أثير من خلاف حول دقة حجم الأموال العربية في الخارج فقد أثير جدل أكبر منه حول أسباب هجرة هذه الأموال ويقسم الباحثين أسباب خروجها إلى وجود عوامل داخلية طاردة وعوامل خارجية جاذبة لهذه الأموال¹:

- أ. **العوامل الداخلية الطاردة:** يتفق أغلب الإقتصاديين على أن ظروف البلدان العربية محفزة لتدفق الإستثمارات العربية إلى الخارج نتيجة:
- وجود عوائق هيكلية مرتبطة بالحالة الإقتصادية العربية وضعف البنية التحتية الأساسية مما قلص من قدرات الإقتصادات العربية على توسيع طاقتها الإستيعابية، ويتجلى ذلك بشكل بارز في حالة الدول النفطية عام 1973، 1978 وأتاح لهذه الدول جمع فوائض مالية كبيرة.²
 - وجود قوانين وأنظمة معيقة لحركة رؤوس الأموال بين الدول العربية، إضافة إلى غياب المرونة في الأنظمة الإقتصادية المحلية ووجود إختلافات كبيرة في النظم الإقتصادية المعمول بها في الدول العربية.³
 - إنتشار الفساد والبيروقراطية التي تعيق تحركات الأموال العربية.
 - عدم الإستقرار الذي تعيشه المنطقة بسبب النزاعات الداخلية والحروب الإقليمية.

ب. **العوامل الخارجية الجاذبة:** تتمثل هذه العوامل أساسا في الضمانات المقدمة للأموال العربية إضافة الى الحق في تحويل الأرباح، والعلاقات الإقتصادية التي نشأت نتيجة الروابط التاريخية المتعلقة بالإستعمار أو نتيجة تشابك العلاقة الإقتصادية المتعلقة بالبتروول والتجارة الخارجية ويمكن إيجاز أهم دوافع الإستثمار في الخارج بـ:⁴

¹ - زيد الخير ميلود، مرجع سبق ذكره ص3.

² - علي لطفي، مرجع سبق ذكره، ص163.

³ - زيد الخير ميلود، مرجع سبق ذكره ص3.

⁴ - عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة الحالة العربية، ص 12، تاريخ الاطلاع

- المحافظة على هذه الأموال كون هذه الإستثمارات مضمونة: حيث ترى الأموال العربية المهاجرة في الدول الغربية (الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الأوربية) الملاذ الآمن للحفاظ على قيمة هذه الأموال نتيجة عدة أسباب أهمها الأداء الإقتصادي القوي والمتوافق مع القوة السياسية والعسكرية، ومبادئ الحرية الإقتصادية الضامنة لعدم التعدي على هذه الأموال.
- إرتفاع العوائد في الدول المتقدمة: إن عامل الربحية يعتبر من أهم العوامل المحددة لحركة رؤوس الأموال ويرتبط عادة بوجود مناخ ملائم للإستثمار وغالبا ما يصاغ هذا الأخير كمبرر لإحجام الأموال العربية عن التوطن والإستثمار داخل الدول العربية.
- قدرة المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال على إسترجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت وبدون عوائق فقد باتت أغلب دول العالم وخاصة منها المتقدمة تتسابق على وضع قوانين تسمح بتحويل الأرباح وإسترجاع الأموال في أي وقت بالنسبة للإستثمارات الأجنبية.

وقد وزعت بعض الدراسات التحليلية قوة الأسباب الخارجية الجاذبة للأموال العربية على النحو التالي: 60 في المائة المحافظة على الأموال والضمان، 20 في المائة الربحية، 20 في المائة القدرة على إسترجاع الأموال والأرباح بدون قيود.

وتتركز أغلب الأموال العربية المهاجرة في أوروبا وأمريكا، حيث تأتي سويسرا وبريطانيا وفرنسا في المركز الأول بين الدول الأوربية الجاذبة لها ثم تليهم الو.م.أ وسنغافورة وماليزيا.¹

2. طبيعة الأموال العربية الموجود في الخارج:

لقد كان أمام الفوائض المالية العربية في السبعينات ثلاث سيناريوهات مطروحة أمامها²:

- أ. السيناريو الأول: وأطلق عليه (سيناريو الإستثمار) من خلال إستخدام الفوائض المالية العربية في الخارج في الإستثمار الحقيقي.
- ب. السيناريو الثاني: أطلق عليه (سيناريو تحويل الثروة) من خلال إستخدام هذه الفوائض المالية العربية في شراء الشركات الصناعية الكبرى في الدول المتقدمة.
- ج. السيناريو الثالث: أطلق عليه (سيناريو التوظيف المالي) من خلال إستخدام الفوائض المالية العربية في شراء أصول مالية في الدول المتقدمة.

¹ - علي لطفي، مرجع سبق ذكره، ص147.

² - حازم الببلاوي، الإقتصاد العربي في عصر العولمة، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية الامارات العربية المتحدة، 2003، ص156.

وقد خلصت الدراسات التي أجريت حول السيناريوهات الثلاث بأن السيناريو الأول سيناريو الإستثمار من الصعب تحقيقه فالدول المتقدمة من الصعب زيادة الإستثمار الحقيقي فيها دون تغيير الطلب الفعلي وهو أمر لم يتحقق خلال السبعينات.

أما الدول النامية ورغم وجود فرص عديدة لقيام إستثمارات حقيقية إلا أنها كانت تتسم بمناخ غير ملائم للإستثمار، أما السيناريو الثاني المتعلق بتحويل الثروة فقد قُوبل بمعارضة سياسية وإجتماعية شديدة، فقد رأّت أغلب الدول المتقدمة أن تملك الدول النفطية لأسهم شركاتها أمر مهدد لإستقلالها، لذلك فقد سعت إلى وضع قوانين تمثل عقبات أمام هذا النوع من الإستثمار.

وبالتالي لم يبقى أمام الأموال العربية سوى السيناريو الأخير وهو سيناريو التوظيف المالي رغم أن هذا السيناريو لم يفد كثيرا الدول العربية فقد أدت هذه الزيادة الضخمة في الإستثمارات الموجهة للأصول المالية المتداولة عالميا إلى زيادة قيمتها الإسمية وأدت إلى إرتفاع عام في الأسعار وبالتالي فقد ساهم السيناريو الأخير في تآكل الفوائض المالية العربية، في الوقت الذي لو إستثمرت فيه الأموال العربية داخل الوطن العربي لأدى ذلك إلى زيادة الإستثمارات الحقيقية وبالتالي حمايتها من التآكل. وقد تغير نوعا ما خلال السنوات القليلة الماضية توجه الإستثمارات العربية وخاصة منها الخليجية الى الإستثمار المباشر في الدول المتقدمة حيث إرتفعت نسبته إلى أكثر من 15 في المائة مقابل 11 في المائة قبل أربع أو خمس سنوات، وقد إتجهت هذه الإستثمارات بشكل لافت نحو الإستحواذ على شركات ومؤسسات عالمية كبيرة وقد أثار ذلك حفيظة الدول المتقدمة والتي إستندت في مخاوفها إلى حجج ليست بالضرورة مبررة.¹

ويتناقض الموقف المتحفظ الذي تبنته الدول الغربية إتجاه صناديق الثروة السيادية بشكل عام والخليجية منها بشكل خاص مع مبادئها المتعلقة بالحرية الإقتصادية وحرية تحرك رؤوس الأموال إضافة إلى أن هذا الموقف يتعارض مع مناداة الدول المتقدمة للدول النفطية ومطالبتها بزيادة إستثماراتها للمساهمة في حل مشكلة الإختلالات المالية التي تشهدها الدول المتقدمة بشكل عام.

وقد سبقت هذه التحفظات على إعتبار أن هذه الشركات تمثل في دولها رموزا وطنية، وكذلك على إعتبار أن هذه الإستثمارات مملوكة لحكومات دول أي أن أهدافها قد لا تكون أهداف إستثمارية بحتة أي حسبما تدعي أن ورائها أغراض سياسية، إضافة إلى حجج أخرى متعلقة بنقص شفافية هذه الإستثمارات وضعف البيانات والمعلومات المتاحة حولها وحول سياستها وإستراتيجياتها خاصة أن هذه الإستثمارات تتسم بالضخامة وأن تحركاتها بشكل مفاجئ سيشكل خطورة على حالة البورصات.

¹ - جاسم المناعي، الإستثمارات الخليجية في الدول الغربية بين الطموح والمحاذير، أكتوبر 2007، ص2، تاريخ الاطلاع 2012/6/2، متوفرة على شبكة الانترنت على الموقع الإلكتروني: www.amf.org.ae

وقد أدى هذا النوع من الضغوط التي تمارسها الدول المتقدمة ببعض الدول النامية عن التخلي على عروضها لشراء منشآت تجارية التابعة للدول المتقدمة.¹

وفي سنة 2005 تقدمت الشركة الصينية للزيت (سي.آن.أو.سي) والتي تمتلك فيها الحكومة الصينية معظم أسهمها، بعرض قيمته 18 بليون دولار لشراء شركة (أنوكال) "محطات الوقود"، وقد تعرض هذا العرض إلى معارضة شديدة في الأوساط السياسية في الو.م.أ وقد أسفرت النتيجة على قيام الشركة (سي.آن.أو.سي) بسحب عرضها.

وتلى هذه الحادثة أشهر فقط حتى تقدمت شركة دبي "وورلد بورتس" التي تملك أغلب أسهمها حكومة دبي بغرض شراء منشآت مينية أمريكية تمتد على طول الشاطئ الشرقي للولايات المتحدة الأمريكية وقد راجعت هذا العرض اللجنة المتخصصة في الإستثمارات الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية والتي تضم 12 وكالة حكومية وتكفل هذه اللجنة بحماية مصالح الأمن القومي الأمريكي وقد أعطت هذه اللجنة الضوء الأخضر لهذا العرض إلا أن هذا الأخير تعرض إلى موجة شديدة من الإحتجاجات تضمنت رسالة من جملة واحدة رفعها أحد أعضاء الكونغرس إلى رئيس الأمريكي وتقول الرسالة: "السيد الرئيس، فيما يتعلق ببيع الموانئ الأمريكية إلى الإمارات العربية المتحدة، لا نقول "لا" فقط ، بل (نقول)! لا وألف لا".

ذلك رغم أن هذه الشركة العربية قد اجتازت مختلف المتطلبات القانونية والأمنية التي تنص عليها القوانين الأمريكية وقد حظيت هذه الشركة بدعم البيت الأبيض، ورغم إتفاق الجميع على أن هذه الشركة ذات كفاءة وخبرة عالمية عالية، وقبول هذه الشركة لإخضاع نفسها إلى أعلى معايير الأمن والحماية إلا أن الأمر إنتهى بقيام المسؤولين في دبي على سحب عرضهم خوفا من تأثير الصفقة على مستقبل الشركة بشكل سلبي.

وقد أصبح اليوم في أمريكا يتم إخضاع عروض هذه الإستثمارات إلى إجراءات مشددة ومراجعات إستثنائية وقد وضعت كذلك المجموعة الأوربية مجموعة من ضوابط والتي أشبه ما تكون بالقيود التي تحد من تحركات هذه الإستثمارات.

وتتجه الدول الغربية إلى وضع حدود لتملك هذه الإستثمارات في المؤسسات والقطاعات الإستراتيجية منعا لها من الإستحواذ عليها، إضافة إلى أنها ستسعى بأن لا تملك هذه الإستثمارات ما يزيد عن 20 في المائة من أي مؤسسة أو شركة دون ترخيص، لتضمن بذلك عدم قدرتها على التصويت في الجمعيات العامة بالشكل الذي يؤثر على إدارة الشركة وعدم إمتلاكها في المستقبل²، وستسعى هذه الدول إلى توجيه هذه الإستثمارات إلى المجالات التي

¹ - محمد العريان، عندما تصادم الأسواق (استراتيجيات استثمارية في عصر التقلبات الاقتصادية العالمية) ، دار الكتاب العربي، لبنان، 2009 ص219.

² - جاسم المناعي، مرجع سبق ذكره، ص3.

ترغب بها هي والتي عزف المستثمرين المحليين فيها عنه بالشكل الذي يخدم مصالحها الذاتية على حساب المستثمرين وحصولهم على عوائد مجزية ويضمن لها ذلك عدم سيطرة هذه الإستثمارات على أي من النشاطات الهامة أو المربحة.¹

3. المخاطر التي تتعرض إليها الأموال العربية في الخارج:

أ. المخاطر الناجمة عن طبيعة الثروة: إن طبيعة الثروة المالية العربية ليست نتيجة طاقة إنتاجية حقيقية بل هي نتاج مورد وحيد وناضب هو البترول، أضف إلى ذلك أن هذه العوائد المحققة لا تستخدم على نحو يضمن تحويلها إلى قدرات إنتاجية حقيقية مادية وبشرية تحفظ قيمتها، بل توظف في أوجه الإستثمار الريعي بالشكل الذي يعرضها إلى التآكل و إنخفاض في قيمتها بفعل التضخم و إنخفاض قيمة الدولار، كما أن الإحتفاظ بالفوائض المالية في شكل سائل لا يجعلها ثروة حقيقية ما لم تتحسد في قدرات إنتاجية.²

ب. الخطر الناجم عن تدهور قيمة الدولار عالمياً: منذ العديد من الدراسات على وجود علاقة عكسية بين قيمة الدولار عالمياً وأسعار النفط، ففي الفترة التي تعرف فيها أسعار النفط إرتفاعاً تجد أن أسعار صرف الدولار في إنخفاض، ففي الفترة ما بين (1973-1980) شهدت أسعار النفط إرتفاعاً كبيراً وسجلت في المقابل إنخفاضاً كبيراً في سعر صرف الدولار، وقد شهدت الفترة اللاحقة إنخفاضاً في أسعار النفط إرتفع معها سعر صرف الدولار، وتبرز الدراسات نجاح الو.م.أ في تصفية الجزء الأكبر من الزيادة في سعر النفط فمثلاً إرتفعت العوائد النفطية بشكل كبير خلال سنتي (2003-2004) نتيجة إرتفاع أسعار النفط وزيادة صادرات الدول العربية لتغطية الطلب المتنامي، إلا أنه ونتيجة لإنخفاض سعر صرف الدولار خلال نفس الفترة خسرت هذه العوائد حوالي 25 في المائة من قيمتها الحقيقية أي ما يعادل 68 مليار دولار خلال سنتين فقط، ومن الطبيعي أن الو.م.أ لا تستطيع خفض الدولار بدرجات كبيرة فلذلك تسعى إلى إمتصاص الفوائض المالية العربية من خلال البورصة.³

ج. الخطر الناجم عن تدهور قيمة الأوراق المالية: إن عملية التخفيض المستمر لسعر صرف الدولار سيصرف الدول والأشخاص عن التعامل به، كما أن رفع قيمة الدعم الذي تقدمه الو.م.أ للعديد من القطاعات الإنتاجية سيدفع المستثمرين الأمريكيين عن العزوف عن توظيف أموالهم في الو.م.أ إضافة إلى أنه سيدفع المستثمرين الأجانب إلى سحب أموالهم من الو.م.أ ما يرفع من عجز ميزان المدفوعات التي تعاني منه الو.م.أ، لذلك تجد

¹ - عبد الطيف بن عبد الله العبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 5.

² - طارق محمود عبد السلام محمد، مرجع سبق ذكره، ص 73.

³ - حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تحفيز الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، ص 19، تاريخ الاطلاع 2012/8/15، متوفرة عبر

الو.م.أ أن الطريقة المثلى للحفاظ على هذه الأموال تتم من خلال غض النظر عن الإنهيارات التي تحصل في البورصة والتي تؤدي إلى تراجع المستثمرين عن قراراتهم بسحب أموالهم خاصة أنهم سيتحصلون على قيمة منخفضة لأسهمهم داخل أو خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

وأصبحت الدول المتقدمة تستخدم هذه الإنهيارات للحد من انسحاب المستثمرين الأجانب من أسواقها.

د. الخطر الناجم عن أزمة المديونية العالمية: توجد نسبة كبيرة من الفوائض العربية في شكل ودائع مصرفية في الخارج وغالبا ما يعاد إقراض هذه الأرصدة إلى الدول النامية من خلال البنوك الأجنبية لذلك ففي كثير من الأحيان تقف هذه البنوك الأجنبية على حافة الإفلاس نتيجة عدم السداد أو في بعض الأحيان تعلن عن إفلاسها فعلا، حينها لا يمكن للمودعين إسترداد أموالهم ومن بينهم العرب.

وتشير الدراسات في هذا الصدد إلى أن عمليات الإفلاس هذه ما هي إلا مخرج قانوني تستخدمه هذه البنوك لسلب الودائع، خاصة أن أغلب عمليات الإقراض العاجزة عن السداد ما هي إلا لشركات خاصة في أمريكا اللاتينية ولا يستبعد أن تكون هذه الشركات أصلا تابعة لهذه البنوك ويكون بذلك إشهار الإفلاس طريقة لوضع المودعين أمام الأمر الواقع.

هـ. الخطر الناجم عن التعرض للتجميد أو المصادرة: لم تعد هذه الإجراءات القسرية بعيدة الإحتمال وتخضع هذه الإجراءات إلى دوافع سياسية وإقتصادية بحجج وذرائع مختلفة مثل ما حصل لليبيا والعراق من قبل الو.م.أ والسعي لملاحقة أموالها في دول أخرى كبريطانيا، وقرار إبريطانيا تخفيض حصة الكويت في رأسمال شركة (بريتيش بتروليم).¹

4. حاجة الدول العربية لهذه الأموال:

تنعكس الآثار السلبية لهجرة الأموال العربية إلى الخارج على الإقتصاديات العربية في عدة محاور نذكر منها²:

أ. ضعف النمو الإقتصادي: لا شك في أن عنصر رأسمال يعتبر من أهم عناصر الإنتاج وأن هجرته أو هروبه سيخفض من حجم الاستثمارات وبالتالي سيؤدي إلى تخفيض معدلات النمو الإقتصادي في الدول التي تعاني من هجرة الأموال.

ب. ضعف مستوى التشغيل وإرتفاع نسبة البطالة: توجد علاقة عكسية بين معدلات الإستثمار ومعدلات البطالة فكلما إرتفع حجم الإستثمارات وفت بدورها مناصب شغل لتخفيض بذلك معدلات البطالة في المجتمع ويؤثر هروب الأموال على معدلات الإستثمار وبالتالي سيؤدي إلى إرتفاع معدلات البطالة.

¹ طارق محمود عبد السلام محمد، مرجع سبق ذكره، ص 80.

² عبد الطيف بن عبد الله العبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 12.

ج. تعطيل إستثمار الموارد الإقتصادية داخل الدولة: يتطلب إستغلال الموارد الإقتصادية المتنوعة داخل أي دولة وجود أموال لتشغيلها وفي غياب هذه الأموال أو نقصها سيتعطل إستغلال هذه الموارد.

د. إستنزاف الإحتياطيات النقدية للدولة: إن عرض أصحاب الأموال داخل الوطن العربي لعملاهم المحلية لأجل الحصول على العملات الأجنبية سيؤثر سلبا على الإحتياطيات النقدية لهذه الدول.

هـ. إن تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج (القطاع الخاص) سيؤدي إلى تخفيض الإنفاق الاستثماري للقطاع الخاص الذي سيعوض بزيادة حصة القطاع العام في الإنفاق الإستثماري وبالتالي سيتولى القطاع العام حصة أكبر في الإقتصاد.

و. ستؤدي هجرة الأموال العربية للخارج إلى تخفيض القاعدة الضريبية نتيجة لتحويل هذه الثروة إلى خارج السلطة الإدارية للضريبة ما يخفض من حصيلة الضرائب وبالتالي تخفيض إيرادات الدولة.

5. الظروف مهيأة لعودة الأموال العربية المهاجرة:

يتفق معظم الإقتصاديين على أن أهم أسباب هجرة الأموال العربية إلى الخارج عدم ملائمة مناخ الإستثمار داخل الدول العربية ومن غير المجدي الحديث عن عودة هذه الأموال دون بذل المزيد من الجهود لتحسين مناخ الإستثمار بالدول العربية تحسیناً حقيقياً وإلا كانت هذه الأموال العائدة مجرد إيداعات في المصارف والبنوك، وقد أدركت العديد من الدول العربية ذلك فسعت لإستعادة الأموال العربية من الخارج أو جزء منها على الأقل من خلال العمل على تحسين مناخ الإستثمار بها من خلال¹:

- تطوير الأجهزة المسؤولة عن الترويج للإستثمار والتي عادت ما تكون النافذة التي تتعامل مع المستثمرين الاجانب.
- إستكمال الأطر التشريعية والقانونية المنظمة والمشجعة للإستثمارات الأجنبية وخاصة منها العربية، مع ضمان وجود قوانين تؤمن الحماية لرؤوس الأموال الأجنبية ضد عمليات التأميم والمصادرة والإستيلاء أو الحجز إلا فيما يتعلق بالصالح العام وأن يكون ذلك بناء على حكم قضائي، كم تنص هذه القوانين على منح هذه الإستثمارات تعويضات عادلة.
- إصدار قوانين تسمح بتحويل صافي الأرباح الناتجة عن الإستثمار وإعادة خروج رأسمال المشروع في حال تصفيته.
- إبرم العديد من إتفاقيات ثنائية لتشجيع وحماية الإستثمار وتجنب الإزدواج الضريبي.

¹ علي لطفي، مرجع سبق ذكره، ص ص150-151.

- دعم المبادرات التي يقوم بها مجلس الوحدة الإقتصادية العربية المهادفة لتحسين المناخ الإستثماري في الدول العربية، ولعل أهمها إنشاء خريطة إستثمارية للدول العربية جمعت نحو 4000 فرصة إستثمارية منتشرة في 15 دولة عربية والتي تعتبر قاعدة للمعلومات تم كافة المستثمرين العرب والأجانب.¹
- بالإضافة إلى التحولات التي تشهدها بعض الدول العربية والتي شملت تغيير أنظمة الحكم، فإن الحكومات الجديدة المؤقتة (الانتقالية) والحكومات التي تليها ستسعى إلى تقديم الضمانات الكافية للمستثمرين الأجانب وحماية إستثماراتهم القائمة، وتعمل على تعزيز الإستثمارات الأجنبية، كما شهدت الدول العربية الأخرى التي لم تمر بهذه التحولات إرتفاع في الإنفاق الإستثماري حيث تشير التقارير إلى تحول جزء كبير من المخصصات الإستثمارية للصناديق السيادية الخليجية إلى إستثمارها داخليا بدل إستثمارها خارج المنطقة مثلما جرت عليه العادة حيث تم في سنة 2011، تخصيص 29 في المائة من أموال صناديق سيادية للإستثمار في الو.م.أ، و19 في المائة في أوربا الغربية و33 في المائة لدول الخليج.
- أما في سنة 2012 فقد إختلفت المخصصات الإستثمارية لصناديق السيادية لتصبح 14 في المائة للو.م.أ و6 في المائة لأوربا و56 في المائة للدول الخليجية.

6. دور التكامل بين البورصات العربية في جذب رؤوس الأموال العربية الموجودة الخارج:

يعتبر التكامل بين البورصات العربية من أهم متطلبات إستعادة رؤوس الأموال العربية المهاجرة حيث يسمح برفع القدرات الإستيعابية للبورصات العربية حتى تصبح قادرة على إستيعاب رؤوس الأموال العربية أو جزء منها على الأقل ومن ثم تحويلها إلى إستثمارات حقيقية، غير أن ذلك يقف على قدرة التكامل بين البورصات العربية في تحقيق إتساع السوق وعلى حركة الإقتصاد الحقيقي في الدول العربية من خلال التوجه نحو التوسع في إقامة الإستثمارات وتمويل هذا التوسع عن طريق البورصات العربية فإذا ما نجحت البورصات العربية المتكاملة في ذلك ستكون بلا شك قادرة على جذب وإستيعاب الفوائض العربية الموجودة في الخارج وتوجيهها للإستثمار في الدول العربية بالشكل الذي يدعم جهود التنمية الإقتصادية.²

ويتفق أغلب الإقتصاديين حول أن عودة جميع الأموال العربية المهاجرة بشكل سريع وتلقائي هو ضرب من المستحيل إضافة إلى أن مقاطعة الإستثمار في جميع دول الواقعة خارج الوطن العربي أمر غير ممكن عمليا فضخامة حجم هذه الأموال وتنوع إستثماراتها بين ما هو قصير الأجل ومتوسط وطويل الأجل، إضافة إلى تشابك المصالح الإقتصادية مع هذه الدول والظروف السياسية أحيانا تحتم وضع إستراتيجية محددة تضمن عودة هذه الأموال بشكل منظم وتدرجي.

¹ - نفس المرجع السابق، ص ص150-151.

² - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكو)، استجابة للعلامة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة (الاسكو) ، مرجع سبق ذكره، ص2.

في حين يرى بعض الإقتصاديين أن الإستثمار في الدول الأجنبية يعد أمرا ضروريا إذا إستهدف السيطرة على القطاعات الأمامية المرتبطة بقطاع النفط أو في حال إستهدف بعض الصناعات المحتكرة من قبل الدول الأجنبية حيث سيكون مفيدا في نقل هذه المجالات إلى الدول العربية مستقبلا. وتنطوي مهام القائمين على عملية التكامل بين البورصات العربية لجذب الأموال العربية في الخارج على عمليتين أساسيتين:

– المهمة الأولى: تتعلق بتشجيع ودعم المستثمرين العرب في الخارج على توجيه أموالهم للإستثمار داخل

الوطن العربي (الجزء الزائد عن إعتبرات التنويع).

– المهمة الثانية: إيجاد سبل المشجعة للمستثمرين على تحويل أموالهم إلى إستثمارات حقيقية.

ومن المتوقع أن يدعم التكامل بين البورصات العربية الجهود الرامية لإستعادة الأموال العربية المهاجرة من خلال ثلاث طرق رئيسية:

- الطريقة الأولى: من خلال توفير العديد من الإستثمارات والمشاريع القائمة على توظيف الأسهم.

- الطريقة الثانية: من خلال إنشاء استثمارات جديدة تحفزها التوقعات الجيدة للأداء الإقتصادي.¹

- الطريقة الثالثة: من خلال التوسع في برامج الخصخصة داخل الدول العربية حيث يشكل محورا هاما لإستعادة الأموال العربية في الخارج وكذلك لجذب الإستثمار الأجنبي بشكل عام، حيث أظهرت تجارب الدول النامية بهذا الشأن وجود علاقة وثيقة بين الخصخصة وتدفقات الإستثمار الأجنبي من خلال الأداء الجيد للبلدان التي طبقت برامج الخصخصة في جذب الإستثمار الأجنبي حيث يعود فضل تدفق أكثر من 90 في المائة من الإستثمارات الأجنبية في أمريكا اللاتينية وشرق أوروبا إلى عمليات الخصخصة.²

ولا تستطيع الحكومات في الدول العربية التي تمتلك بورصات صغيرة الحجم خصخصة جميع شركاتها عن طريق البورصة، لذلك ستساهم عملية التكامل بين البورصات العربية في رفع القدرات الإستيعابية للبورصات العربية لتصبح قادرة على إستيعاب جميع الشركات المراد خصخصتها عن طريق البورصة، وتسمح الخصخصة عن طريق البورصات العربية لرؤوس الأموال العربية في الخارج بإختراق أسواق جديدة داخل الوطن العربي، إضافة الى أن

¹ - حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تحفيز الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² - كمال شحادة (ترجمة غسان غصن)، عبر من الخصخصة، برنامج الأمم المتحدة للتنمية، جانفي 2002، ص 23.

عملية المشاركة المباشرة خصوصاً يمنح المستثمرين فرصة البدء مباشرة في عمليات الإستثمار بدل البدء من الصفر في إنشاء مشاريع جديدة ويضمن لهم الحصول على حصة جاهزة من السوق.¹

المطلب الثاني: التكامل بين البورصات العربية كآلية لتحقيق إندمجات بين الشركات العربية

تعتبر ظاهرة تكوين التكتلات الإقتصادية على مستوى الشركات أحد أهم مميزات الإقتصاد العالمي في العصر الحالي فقد برزت هذه الظاهرة منذ بداية التسعينات حيث شهد العالم ثورة في عمليات الإندماج والإستحواذ بين الشركات، ولم تقتصر هذه الإندماجات على الشركات الصغيرة بل طالت كذلك شركات كبرى تولد عنها إقامة شركات عملاقة أصبحت تقود الصناعات العالمية في مختلف المجالات ومن أمثلتها نجد في مجال صناعة السيارات الإندماج الواقع بين شركتي (جي أم سي) و(شيفروليه)، وفي مجال صناعة الأدوية نجد الإندماج الواقع بين شركتي (سميث كلاين بيك) و(جلاكسو) وفي مجال الإتصالات نجد الإندماج الواقع بين شركتي (أوراسكوم تليكوم وفيليبكو) والتي تعتبر أحد أهم الشركات العالمية في مجال الإتصالات وكذلك نجد إستحواذ مجموعة (الكترو لوكس) العالمية على شركة (أوليمبيك حراب) المتخصصة في إنتاج وتوزيع الأجهزة المنزلية، ولم تعد عمليات الإندماج هذه تقتصر على شركات موجودة داخل دولة واحدة لتتعدى ذلك إلى شركات من دول مختلفة وأصبحت بذلك عمليات الإنتاج تتم في أكثر من دولة، بحيث لن تكون المنافسة اليوم على المستقبل بين منتج وآخر بل بين كيان وآخر ولن تكون كذلك المنافسة سعوية وعلى السرعة والجودة وولاء الزبائن فقط بل تكون المنافسة الحقيقية على الكم والصناعات الجديدة والتحالفات.²

وتختلف حاجة الدول إلى هذا النوع من الشركات فعموماً الدول المتقدمة لم تعد تهمها عمليات الإندماج والإستحواذ بين شركاتها خاصة بعد إمتلاكها لإقتصاديات قوية وشركات قادرة على المنافسة عالمياً في حين الأمر يختلف بالنسبة للدول النامية التي لازالت في حاجة لخلق كيانات كبيرة قادرة على قيادة النمو والمنافسة وغزو الأسواق الخارجية لذلك نجد دائماً تسعى إلى تشجيع قيام هذه العمليات.

1. تعريف عمليات الإندماج والإستحواذ بين الشركات : يعرف الإندماج على أنه إتحاد بين مصالح شركتين أو أكثر ويمكن أن يكون هذا الإندماج من خلال المزج الكامل لشركتين أو أكثر وظهور كيان جديد أو من خلال

¹ - مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، خصخصة الشركات المملوكة للدولة، القاهرة، مصر، ص10، متوفر عبر شبكة الانترنت على الموقع الإلكتروني: www.cipe.org

² - أحمد علاش، الزين منصوري، التحالف الاستراتيجي كضرورة للمنظمات الاقتصادية في ظل العولمة - حالة الجزائر -، تاريخ الاطلاع 2012/2/3، منشور على الموقع الإلكتروني: www.economicat.com/forums/viewtopic.php?f=71&t=8665

قيام أحد الشركات بضم شركة أو أكثر لكيانها من خلال السيطرة الكاملة أو الجزئية على مؤسسة أخرى سواء تم ذلك بشكل إرادي "طوعي" أو قسري.¹

ويعرف الإندماج من عدة نواحي فالإندماج لغة هو إنضمام مؤسسات لبعضها البعض إنضماماً تفقد فيه كل واحدة منها استقلالها لتحل محلها شركة واحدة جديدة، ويعرف الإندماج قانوناً بضم مؤسسة إلى مؤسسة أخرى حيث تنتهي الشركة المندمجة بينما تستمر الشخصية القانونية للشركة الداخلة، ويتم ذلك من خلال إستبدال أسهم الشركة المندمجة بأسهم الشركة الداخلة لتصبح الشركة المندمجة وحدة أوقسم ضمن الشركة الداخلة. ومن الممكن أن تندمج شركتين وتزول معهما شخصيتهما القانونية لتنشأ شركة جديدة، وقد تكون عملية الإندماج من خلال شراء جميع أسهم الشركة المندمجة أو أكثر من 50 في المائة من أسهمها بالشكل الذي يتيح لها السيطرة على هذه الشركة وتكوين ما يسمى بالشركة القابضة والشركة التابعة، وتقوم الشركات الداخلة بذلك لعدة أسباب منها التوسع أو لضمان إستمرار تدفق المواد الأولية للشركة القابضة من الشركة التابعة.²

ويميل الإقتصاديون إلى التفرقة بين عمليات الإندماج والإستحواذ* عن طريق وضعية الأسهم ففي حالة الإندماج بين شركتين ستنتهي الشخصية القانونية للشركتين لتنشأ شركة واحدة جديدة وفي هذه الحالة سيتحول المساهمين في الشركتين إلى مساهمين في الشركة الجديدة أما الإستحواذ فهو شراء شركة لأصول وموجودات شركة أخرى وإنتقال ملكيتها إلى الشركة المستحوذة وعادة ما تكون الشركة المستحوذ عليها أقل حجم وتكون الشركة المستحوذ شركة كبيرة، وتتم عملية الإستحواذ من خلال شراء جميع أسهمها أو أكثر من 50 في المائة من أسهمها وتنتقل ملكية أسهمها نتيجة لعملية الشراء إلى المساهمين في الشركة المستحوذ، وتستهدف الشركة المستحوذ في حالة شراء جزء من الأسهم الحصول على حجم كافي من الأسهم يسمح لها بالسيطرة على قرارات مجلس الإدارة (وتسمى هذه الأسهم بالأسهم الإستراتيجية)، وتتميز بين أربعة أنواع من عمليات الإندماج والإستحواذ:³

- عمليات إندماج وإستحواذ أفقية: حيث تتعلق بعمليات الإندماج التي تتم بين منشآت متنافسة أو بقطاعات متقاربة وهي الأكثر إنتشاراً.

¹ - روفية ضيف، إستراتيجية النمو المصرفي من خلال عمليات الإندماج، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم

الاقتصادية تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2004/2005، ص 30.

² - معتصم محمد الدباس، أثر الاندماج على أداء الشركات وأرباحها، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد الثاني، جوان 2012

* - يرى بعض الاقتصاديين ان عملية الاندماج الودية هي اندماج اما تلك التي تتم قسريا هيا استحواذ

³ - روفية ضيف، مرجع سبق ذكره ص 18.

- عمليات الإندماج والإستحواذ الرأسية: تتعلق بعمليات الإندماج والإستحواذ بين شركات متكاملة في سلسلة الإنتاج (من مرحلة التمويل بالمواد الأولية إلى غاية الإنتاج النهائي) أي من خلال سياسة الإلتحام من الأمام أو الإلتحام من الخلف.
- عمليات الإندماج والإستحواذ التكتلية: وتتعلق بعمليات الإندماج والإستحواذ التي تتم بين شركات تعمل بقطاعات مختلفة عن بعضها البعض ويسمى بالتنوع التكتلي.
- عمليات الإندماج والإستحواذ التمركزية: وتتعلق بعمليات الإندماج والإستحواذ التي تتم بين شركات تعمل في مجالات متكاملة سعيًا وراء توسيع قاعدة العملاء وتنوع توليفة المنتجات.

2. دور التكامل بين البورصات العربية في دعم عملية الإندماج والإستحواذ بين الشركات العربية:

- يعد تمويل عمليات الإندماج والإستحواذ أحد أهم العقبات التي تعيق عمليات الإندماج والإستحواذ، وخاصة في عمليات الإستحواذ حيث سيحتاج المستحذ لإقناع مساهمي الشركة المستهدفة بالتنازل عن ما يملكونه من أسهمها لذلك فمن المنطقي أن يقترح المستحذ ثمن أعلى من القيمة السوقية لهذه الأسهم ويسمى الفارق بين القيمة السوقية والقيمة المقترحة لشراء الأسهم بـ (علاوة الإستحواذ) وهي ذلك المبلغ الذي خصصته الشركة المستحذة للحصول على حق الإدارة وتمول هذه العملية من خلال¹:
- التمويل الذاتي إذا كانت الشركة تمتلك إحتياجات كافية.
 - الإقتراض إذا توفرت إمكانية الإقتراض.
 - طرح أسهم جديدة لزيادة رأس المال وتتطلب هذه العملية موافقة الجمعية العامة.

وغالبا ما تميل الشركات المستحذة إلى تمويل عمليات الإستحواذ عن طريق طرح أسهم جديدة، وهو ما يبرر تراجع عمليات الإندماج والإستحواذ في الفترات التي تشهد فيها البورصات تراجع في أدائها*، كما يبرر ذلك الضعف النسبي في عمليات الإندماج والإستحواذ داخل البورصات العربية فأغلب هذه البورصات تتسم بضعف أدائها وصغر حجمها وضيق نطاقها وضعف قاعدتها الإستثمارية ووجود قوانين تقييد ملكية الأجانب فيها، كما تمتلك الحكومات في بعض الدول العربية وخاصة في دول الخليج نسب كبيرة من أسهم الشركات المدرجة في بورصاتها ونادرا ما تطرحه في الأسواق، لذلك فالبورصات العربية لا توفر بيئة مواتية لعمليات إصدار كبرى تغطي تمويل عمليات الإستحواذ والإندماج وتكون عملية تمويل عن طريق الأسهم من خلال²:

¹ - نفس المرجع السابق، ص 87.

* - للمزيد من التفاصيل حول ذلك أنظر: المرجع السابق، ص 157.

² - عباس بلفاطمي، المشروعات الخليجية المشتركة كأداة لجذب الأموال المهاجرة، مجلة الباحث، تصدر عن جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 04، ورقلة، الجزائر، 2006، ص 158.

- إصدار عام مسبق يكتب فيه كافة المستثمرين من مساهمي الشركة المُستحوذَة ومن المؤسسة المستهدفة ومستثمرين آخرين.
- إستبدال أسهم الكيان المستهدف بأسهم الشركة المُتحوذَة لتصبح بذلك هذه الشركة أحد فروع الشركة المُتحوذَة وتتطلب هذه الطريقة تحديد معامل الإستبدال (عدد أسهم الشركة المُتحوذَة التي سيحصل عليها مساهمي الكيان المستهدف مقابل كل سهم).
- الاندماج بين المُتحوذ والمُستهدف وبذلك يصبح مساهمي الكيان المستهدف مساهمين في الكيان الجديد.

إن عملية التكامل بين البورصات العربية سترفع من أداء البورصات محليا وستسهل إنسياب الأموال العربية داخل الدول العربية وتسمح بحشد أموال كبيرة ستساهم بلا شك في تمويل عمليات الإندماج والإستحواذ وستؤسس لظهور مشاريع عملاقة تدعم عمليات التنمية داخل الوطن العربي، فضلا عن أنها ستمنح للشركات العربية فرصة لتعزيز التعاون فيما بينها والقيام بعمليات إندماج وإستحواذ وتحالف نتيجة وجود عدد كبير من هذه الشركات ووجود قدرات أكبر على التمويل.

وسيوّدي ظهور إندماجات في عدة قطاعات إستثمارية إلى إيجاد شركات عربية عملاقة قادرة على تغطية الأسواق المحلية وعلى غزو الأسواق العالمية، خاصة أن واقع الشركات العربية الحالي يتسم بعدم قدرتها على الصمود أمام هذه المنافسة الأجنبية التي تقودها كيانات عملاقة لذلك أصبح من الضروري على الشركات العربية القيام بعمليات إندماج وإستحواذ فيما بينها لتعزيز قدراتها التنافسية ولتطوير قدراتها الإنتاجية والتسويقية، ولا بد للحكومات العربية أن تشجع عمليات الإندماج والإستحواذ خصوصا أن عملية فتح أسواقها في ظل الظروف الحالية يعتبر وأدا للصناعات المحلية، ومن بين السبل التي تدعم بها الحكومات هذه العمليات إعفاء المشاريع المندمجة من كافة الضرائب خلال السنوات الأولى لعملية الإندماج.¹

إن ظهور مشاريع عربية مشتركة بين الخواص في الدول العربية سيمكن من خلق تشابك على المستوى القطري والإقليمي والقومي (بين القطاعات) وسيرفع من القدرات الإستيعابية سواء فيما يتعلق بالموارد الطبيعية أو المالية أو البشرية وإستثمارها بأكثر كفاءة وفعالية وتسمح بعمليات الإندماج والاستحواذ للشركات بـ:

- تقليل من حدة المنافسة بين الشركات في الأقطار العربية وتضييق المجال أمام المتدخلين الجدد داخل السوق من شركات أجنبية.²

¹ - معتصم محمد الدباس، مرجع سبق ذكره، ص4.

² - أحمد علاش، الزين منصور، مرجع سبق ذكره، ص4.

- دعم قدرات الشركات على التجديد والتطور خاصة بعدما أصبحت دورة حياة المنتج صغيرة جدا مقارنة مع ما كان يعيشه المنتج الجديد سابقا إبتداء من ظهوره ونموه ثم رواحه وفيما بعد زواله وأصبح اليوم من الصعب التمييز بين هذه المراحل نتيجة تطور وسائل الإعلان والإشهار وطرق التسويق الحديثة وسرعة التقليد، وأصبحت بذلك عملية التجديد والإبتكار تتطلب إمكانيات كبيرة تحتاجها المؤسسة لتحديث وتنويع منتجاتها وفي الغالب لا يتأتى للمؤسسة بمفردها ذلك لكن قد يكون ممكنا إذا اجتمعت إمكانيات مؤسستين أو ثلاث.
- تدعم عملية الإندماج والإستحواذ تجاوز عقبات التسويق حيث تتحمل المؤسسات اليوم العديد من المصاريف ولم يعد في وسعها القيام بمفردها بعمليات الإنتاج والتسويق وغزو أسواق جديدة لذلك فستدعم عمليات الإندماج توسع الشركات عبر فتح أسواق جديدة.

غير أنه من المهم أن لا تكون عمليات الإندماج والإستحواذ على حساب تخفيض عدد العمال خاصة أن الدراسات أثبتت أن أغلب ما يرافق لهذه العمليات من تخفيض للعمال يأتي على الأقسام الأكثر مردودية وأن هدف الدولة الأساسية من دعم عمليات الإندماج والإستحواذ توسيع القدرات الإستيعابية بما فيها الموارد البشرية كما يبقى على الحكومات العربية عدم إهمال الآثار الإحتكارية التي غالبا ما تنتجها هذه العمليات، وتمتلك الحكومات العديد من الأدوات لتقليص من هذه الآثار السلبية (مثل فتح باب الإستيراد وتحديد الأسعار).¹

المطلب الثالث: دور المشاريع العربية المشتركة في دعم التكامل الإقتصادي العربي

تكتسب المشاريع العربية المشتركة أهميتها الخاصة بإعتبارها أحد أهم أدوات التشابك والتلاحم الإقتصادي حيث تبرز أهميتها من خلال إعتبارها مدخلا أساسيا من مداخل التكامل الإقتصادي العربي ذلك إن لم تمثل أهم مداخل التكامل ذلك لأنها ستدعم الجهود العربية السابقة وتناسب صيغة المشاريع المشتركة مع ظروف الدول العربية خاصة أنها في حاجة ماسة إلى تحسين قدراتها الإنتاجية والتي لا يناسبها في ظل الظروف الحالية مدخل تحرير التجارة بسبب ضعف الإنتاج وقدرتها الإنتاجية، ولأن سبل إقامة هذه المشاريع العربية المشتركة وسبل تنشيطها متاحة ويمكن توفيرها.

1. مفهوم المشاريع العربية المشتركة: هي تلك المشاريع التي تقوم بين قطرين أو أكثر من الأقطار العربية تساهم في إدارته بصورة مشتركة ويمتد نطاقه إلى كامل الوطن العربي، أي أنه ينشأ من قبل قطر أو أكثر ويتم توطينه في قطر

¹ - روفية ضيف، مرجع سبق ذكره، ص106.

واحد وتكون منفعة الإقتصادية واسعة لأكثر من قطر، إن مفهوم المشاريع المشتركة يستخدم بصفة عامة ليعني التعاون بين طرفين أو أكثر في نشاط إستثماري أيا كان شكله ويمارس نشاطه في بلد واحد أو أكثر.¹ كما تشمل صفة المشاريع المشتركة كل صور المشاركة من تلك التي تقام على أساس المشاركة برأسمال والتي تسمح بإنشاء شركات ومشاريع إلى تلك التي لا ترقى إلى المشاركة برأسمال وتسعى فقط إلى بناء علاقات تعاقدية مع أطراف عربية أخرى بغرض تحقيق أهداف إقتصادية ولذلك فإن أهم عناصر المشاريع المشتركة هو تعدد الأطراف المشاركة فيه بأي عنصر من عناصر الإنتاج اللازمة لقيام المشروع المراد إنشائه.²

ويعرف كذلك على أنه: "ذلك المشروع الذي تشترك في إقامته أطراف عربية ضمن بلدين أو أكثر سواء كانت هذه الأطراف مؤسسات قطاع عام أو مختلط أو خاص والتي تهدف إلى القيام بنشاط إنتاجي أو مالي أو خدمي من شأنه أن يحقق منافع إقتصادية للأقطار العربية ويعزز التشابك والتلاحم بين هذه الأقطار".

2. مزايا قيام مشاريع عربية مشتركة:³

أ. تعد المشاريع العربية المشتركة أكثر أساليب التكامل ملائمة داخل الوطن العربي فهي لا ترتبط بمنهج إقتصادي محدد ولا تُؤثر سلباً على السياسات القطرية بل تُعد عِمَلَةً مكملة للجهود التنموية داخل هذه الأقطار، ما يجنبها المشاكل والعراقيل السياسية وتكون أكثر مرونة عند الإتفاق عليها خاصة أنها متعلقة بجزء فقط من النشاط الإقتصادي.

ب. تتميز المشاريع العربية المشتركة بالمرونة فيمكن أن تكون هذه المشاريع ثنائية أو متعددة الأطراف كما يمكن أن يكون أطرافها قطاع عام أو خاص أو مختلط وفي الغالب تتخذ هذه الشركات نموذج شركات المساهمة ما يجعل المساهمين بداخلها أكثر قدرة على تعديل مساهمتهم بهذه الشركات أو الإنسحاب منها كما أن هذا المدخل (مشاريع العربية المشتركة) لا يتعارض مع أي من مداخل التكامل الأخرى.

ج. تتلاءم صيغة المشاريع العربية المشتركة مع الواقع الإقتصادي العربي، لأن ما تحتاج إليه الدول العربية ليس مجرد إجراءات تحرير التجارة بل إجراءات خلق التجارة وتطوير الهياكل الإنتاجية وتمتلك هذه المشاريع القدرة على التأثير إيجابياً في الهياكل الإنتاجية وبنائها بشكل يضمن وجود ترابطاً أمامياً وخلفياً ويحقق بذلك تشابك بين الإقتصاديات العربية.

¹ - علي لطفى، مرجع سبق ذكره، ص 174.

² - سليمان المنذري، مرجع سبق ذكره، ص 276.

³ - طارق محمود عبد السلام محمد، مرجع سبق ذكره، ص 342.

د. نُحُل صيغة المشاريع العربية المشتركة العديد من المشاكل الحدودية التي خلفها الإستعمار حيث تسمح الدولتين لشركات من داخلها بإستغلال الموارد في المناطق المتنازع وبذلك تتحول مشاكل الحدود هذه إلى مجال للتعاون بين الدول العربية.

هـ. تحتاج بعض المشاريع إلى وجود موارد مالية ضخمة، حيث تقتضي في بعض الحالات الأخذ بصيغة المشاريع المشتركة في مجالات معينة مثل صناعة السيارات، حيث أثبتت الوحدات الصناعية على المستوى القطري عدم قدرتها على تحقيق الأهداف المنشودة كما تتطلب هذه المشاريع وجود أسواق كبيرة تتجاوز الحدود المحلية.

و. تعد المشاريع العربية المشتركة أحد الصيغ الفعالة لإزالة التناقض القائم في دول الوطن العربي بين دول تمتلك فوائض مالية مع ضعف القدرة على إستيعابها محليا ودول عربية أخرى لديها فرص إستثمارية كبيرة غير أنها تفتقر للموارد المالية.

ز. تساهم المشاريع العربية المشتركة في تحقيق نوع من التكامل الجزئي الذي لا يمس إلى جزء من الاقتصاد القومي ما يجعل الدول العربية لا تتردد في قبوله وتفضيله وسيسمح إنتشار هذه المشاريع بتحقيق خطوات أخرى على مسار التكامل بين الإقتصاديات العربية، وتعد كذلك خطوة هامة في سبيل تحرير عوامل الإنتاج بين الدول الأعضاء بصورة تدريجية وبخطوات ثابتة طالما أنها ستساعد في إستغلال الموارد الإقتصادية العربية بشكل جماعي.¹

3. تجربة المشاريع العربية المشتركة:

لقد مرت تجربة المشاريع العربية المشتركة بثلاث مراحل رئيسية هي:

أ. المرحلة الأولى: (مرحلة البداية) حيث ظهرت فكرة إنشاء مشاريع عربية مشتركة في الأربعينيات أين وافق مجلس جامعة الدول العربية في دورة إنعقاده الثالثة في 10 أبريل 1946 على إنشاء شركة مساهمة لإستغلال وشراء الأراضي في فلسطين.² وفي الخمسينات إقترح إنشاء عدة شركات عربية مشتركة منها شركة عربية للطيران وشركة عربية للنقل البحري، غير أنه تعذر القيام بهذه المشاريع لأسباب متعلقة بالتمويل بالدرجة الأولى.³

¹ - علي لطفي، مرجع سبق ذكره، ص186.

² - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص180.

³ - سليمان المنذري، مرجع سبق ذكره، ص275.

ب. المرحلة الثانية: ويطلق عليها مرحلة الإزدهار والإنتعاش وقد إمتدت هذه المرحلة من سنة 1973 إلى سنة 1989 وقد أريد بهذه المشاريع أن تمثل مدخلا للتكامل بين الإقتصادات العربية خاصة بعد زيادة حجم الفوائض المالية التي حققتها بعض الدول العربية، وقد أقامت هذه الدول عدة مشاريع عربية مشتركة شملت قطاعات البترول والنقل البحري وبناء وإصلاح السفن والإستثمارات البتروكيميا ظهرت مبادرات فردية قُطرية تولى إنشاء مؤسسات تمويلية، وقد تم إنشاء مشاريع خارج نطاق المنظمات العربية (عربية ودولية) بين قطاعات عامة وخاصة ومختلطة.¹

ج. المرحلة الثالثة: بدأت هذه المرحلة بعد حرب الخليج الثانية أي بعد الغزو العراقي للكويت وقد تميزت هذه المرحلة بالجمود والعزوف عن إقامة مشاريع عربية مشتركة، وقد عرفت المشاريع العربية المشتركة عودة محتشمة مؤحراً حيث تم الإتفاق على إنشاء ثلاث شركات عربية قابضة في كل من مجال التسويق والتعبئة والتغليف والتأجير التمويلي.

وتشير مختلف الدراسات التي أقيمت لتقييم آثار إنشاء هذه المشاريع على مسار التكامل الإقتصادي العربي إلى أن هذه المشاريع لم تكن بمستوى الطموحات العربية ولم تكن ذات تأثير واضح على مسار التكامل ويعود ذلك إلى أسباب عديدة أهمها الظروف التي مرت بها الأمة عقب حرب الخليج الثانية من تمزق ليتوقف بعدها التفكير في المشاريع العربية المشتركة أو أي عمل عربي مشترك وترك الباب مفتوح فقط أمام المبادرات الخاصة.

ومهما كانت نتائج تقييم آثار هذه المشاريع على التكامل الإقتصادي العربي إلا أنها تُعد عملية تعلم بدأت ولم تكتمل إضافة إلى أنها فتحت مجالاً للتعاون العربي، وقد إحتوت على بعض الملامح الإيجابية فضلاً عن أنها ساهمت في تحريك الموارد الإقتصادية داخل الوطن العربي ودعمت خبرة الدول العربية في مجال المشاريع العربية المشتركة.

وتعتبر المشاريع العربية المشتركة المقامة دليلاً على الجهود والخطوات المبذولة لدعم التعاون الإقتصادي العربي، غير أنه من المهم أن يعيد الاقصاديين مراجعة هذه المشاريع بشكل شامل ودقيق ويراعي كذلك زيادة إرتباط هذه المشاريع بباقي الجهود التكاملية الأخرى، كما لا بد أن تقام هذه المشاريع بناء على الميزة النسبية لكل قطر بالشكل الذي يعزز من قدراتها الإنتاجية والتنافسية داخل الوطن العربي وخارجه لزيادة التبادل التجاري وقد أوصت بعض الدراسات بإعطاء فرص أكبر للخوادم من خلال توسيع قاعدة الملكية في المشاريع القائمة، أي من خلال خصخصة هذه المشاريع عن طريق البورصة حتى يبقى هناك جهة تضمن التقييم المستمر لأداء هذه الشركات.²

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 181.

² - نفس المرجع السابق، ص 148-158.

4. خصخصة المشاريع العربية المشتركة:

إن قرار الحكومات العربية التخلي عن مساهمتها في المشاريع العربية المشتركة لصالح مستثمرين من دولها من شأنه أن ينشط أداء البورصات العربية ويلدِّم القائمين على إدارة هذه الشركات بالتقيد بمتطلبات الإفصاح المالي ويضمن للمساهمين متابعة أداء هذه الشركات بشكل دائم ومستمر من خلال أداء آليات السوق عن طريق أسعار أسهمها، ولن تكون عملية خصخصة المشاريع العربية المشتركة بهذه البساطة فهي تحتاج إلى القيام بدراسات تحدد الأطر التشريعية والتنظيمية لعملية الخصخصة، وجهود لتقييم أصول هذه الشركات وإدراجها في البورصات العربية لتكون هذه المشاريع تحت إشراف إتحاد البورصات العربية.

إن دخول القطاع الخاص العربي شريكا في ملكية وإدارة هذه المشاريع سيرفع من أداءها ويؤدي إلى إزالة المعوقات البيروقراطية و يخلق شبكة من المصالح الوثيقة بين رجال الأعمال والمستثمرين العرب حيث ستدعم هذه العلاقات والمصالح جهود التعاون والتكامل بين الإقتصاديات العربية وتشكل قوى ضغط على الحكومات العربية كي تستجيب لتفعيل العمل العربي المشترك، كما سيساهم التكامل بين البورصات العربية في رفع القدرات الإستيعابية لهذه البورصات من أجل إستيعاب المشاريع العربية المشتركة.¹

5. دعم قيام مشاريع عربية مشتركة بين المستثمرين العرب لدفع التكامل الإقتصادي العربي:

بعد تراجع موجهة إنشاء المشاريع العربية المشتركة على مستوى الحكومات العربية، بقيت الآمال مصوبة نحو القطاع الخاص لأخذ زمام المبادرة في إنشاء مشاريع عربية مشتركة في مختلف المجالات المتاحة للإستثمار خاصة بعد التحسن الذي شهده مناخ الإستثمار داخل الوطن العربي في ظل الضمانات القانونية والمالية والقضائية التي باتت تنص عليها قوانين الإستثمار داخل الدول العربية، إضافة إلى تطوير وسائل الترويج لفرص الإستثمار داخلها لذلك فقد أصبح من الضروري تعاون جميع الأطراف على إقامة مشاريع عربية مشتركة عملاقة بين الخواص عابر للحدود تلبية حاجات الإقتصاد العربي وتضع أسس جديدة للعلاقات الإقتصادية العربية تُدَعِّمُ بها مسار التكامل الإقتصادي العربي.

ويبقى على الحكومات العربية تكثيف الجهود لدعم القطاع الخاص في إقامة مشاريع عربية مشتركة تكون مبنية على الميزات النسبية والشفافية ولعل تعزيز فرص الإندماج من خلال التكامل بين البورصات العربية سيساهم في إقامة هذه المشاريع ويعمق بدوره أواصر التعاون بين الأقطار العربية من خلال إيجاد شركات عربية مشتركة في مختلف مجالات الإستثمار يغذي بعضها بعض من خلال التكامل الرأسي فيما بينها و من خلال الإشتراك في مراحل إنتاج سلعة أو عدة سلع، أو من خلال التكامل الأفقي بالشكل الذي يسمح بإنشاء شركات عملاقة قادرة

¹ - سليمان المنذري، مرجع سبق ذكره، ص276.

على تغطية الأسواق المحلية داخل الوطن العربي وستؤدي هذه الشركات إلى خلق إمكانيات للتبادل التجاري وتقويته وتوسيعه والإستفادة من مزايا الإنتاج الكبير بين الدول العربية.¹

لذلك لا بد للحكومات العربية أن توفر بيئة قانونية محايية لعمليات الإندماج والإستحواذ حيث تمتلك الحكومات العربية الأدوات التي من شأنها أن تيسر عمليات الإندماج وتخفزه، كما تستطيع كذلك أن تصعبه وتعيقه.²

¹ - سهام بجاوي، الاستثمارات العربية البيئية ومساهمتها في تحقيق التكامل الإقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، نوفمبر 2005، ص141.

² - رفعت السيد العوضي، إسماعيل علي بسيوني، الإندماج والتحالفات الإستراتيجية بين الشركات في الدول العربية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2005، ص148.

المبحث الثالث: آفاق عملية التكامل بين البورصات العربية

من المنتظر أن تُدعم عملية التكامل بين البورصات العربية العديد من جوانب التعاون بين الدول العربية، كما ستدعم الجهود المبذولة للرفع من حجم التبادلات التجارية والتي كانت سببا ونتيجة في نفس الوقت لفشل مدخل التحرير التجاري في تحقيق التكامل الإقتصادي العربي تُوَهِّئُ عملية التكامل بين البورصات العربية الأرضية الملائمة لقيام بورصة عربية موحدة، غير أن عملية التكامل بين البورصات العربية تتخللها بعض المخاطر والتحديات من المهم وضع خطط لتجاوزها.

المطلب الأول: دور التكامل بين البورصات العربية في نهوض الأعمال التجارية

يعود تاريخ إبرام الإتفاقيات الإقتصادية العربية إلى أكثر من 60 سنة حينما وضعت الدول العربية إتفاقية معاهدة الدفاع المشترك والتعاون الإقتصادي، وقد سعت هذه الإتفاقية إلى تنظيم العلاقات التجارية بين الدول العربية فقد ركزت معظم بنود الإتفاقية على العامل التجاري لدعم مشروع الوحدة الإقتصادية.

ورغم ما بذل من جهود منذ توقيع هذه الإتفاقية إلا أن آثارها على أرض الواقع ظلت ضعيفة ومتواضعة حيث تشير كل المؤشرات المتعلقة بالتجارة العربية البينية إلى ضعف وضآلة نسبة التجارة العربية البينية إلى إجمالي التجارة العربية مع العالم الخارجي، ورغم المسيرة الطويلة للعمل العربي المشترك إلا أن التجارة العربية البينية ظلت وفي أحسن أحوالها في حدود 10 في المائة من مجموع التجارة العربية.¹

ويرى بعض الإقتصاديين أنه حتى في نجاح هذه الإتفاقيات في فتح أبواب الحدود على مصراعيها بين الدول العربية أمام حركة التبادل التجاري دون قيود فإن نسب التجارة بين الدول العربية لن تمثل نسب كبيرة وستبقى ضعيفة نتيجة عدم وجود المنتجات التي يمكن تبادلها²، لذلك فقد آن الأوان لنفكر في التكامل الإقتصادي العربي بطريقة جديدة، حيث لا يعقل أن نبقى متمسكين بالمدخل التجاري في الوقت الذي يؤدي هذا المدخل إلى آثار محدودة على مستوى التكامل وعلى التجارة العربية البينية، وأن نعيد النظر في مدى ملائمة النموذج الأوربي الذي يبدأ بمرحلة التحرير التجاري فقط على واقع الدول العربية، خاصة بعدما إتضح أن المشكل الذي تعاني منه الدول العربية هو مشكل إنتاج وليس مشكل توزيع لذلك فمن الطبيعي أن تختلف الأولويات التي من المهم أن تعالجها مؤسسات العمل العربي المشترك في سعيها نحو دعم التكامل الإقتصادي بين بلدان عربية تتسم إقتصادياتها ب³:

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 104.

² - علي لطفى، مرجع سبق ذكره، ص 224.

³ - سليمان المنذري، مرجع سبق ذكره، ص 88.

- ضعف جهازها الإنتاجي والذي يتركز في قطاعات معينة أغلبها ذات طابع إستهلاكي.
- تشابه في الهياكل الإنتاجية داخل الدول العربية والذي يؤدي إلى تنافس شديد بين السلع المعدة للتبادل.¹

- ضعف الأهمية النسبية للتجارة العربية البينية وإتجاهها نحو الدول المتقدمة بشكل أساسي خاصة في ظل وجود النفط في التجارة الخارجية للدول العربية والذي أدى بشكل كبير إلى إندماج هذه الدول العربية بسوق العالمية على حساب الإرتباط بالدول العربية، فغالبا ما تتجه صادرات النفط إلى الدول المتقدمة.²

لذا فقد كان من المهم أن يتوفر في النموذج المتبع لتحقيق التكامل بين الدول العربية جانب مخصص لتنمية الهياكل الإنتاجية على نحو يربط بين إقتصاديات الدول العربية ليدعم بذلك الخطوات المتعلقة بزيادة التبادلات التجارية فيما بينها.³

وقد سجل خبراء إستراتيجية العمل الإقتصادي العربي المشترك عدة مآخذ على النموذج المطبق لتحقيق التكامل الإقتصادي العربي أهمها⁴:

- **المأخذ الأول:** إهمال الجوانب المتعلقة بدعم التشابك الإنتاجي بين دول العربية.
- **المأخذ الثاني:** عشوائية قيام المشاريع العربية المشتركة فلم تنطلق هذه المشاريع من برامج وخطط تراعي عمليات الربط الأفقي والجغرافي بين الدول العربية.
- **المأخذ الثالث:** التركيز الكبير على التحرير التجاري بين الدول العربية قبل توفير الظروف والوسائل للرفع من الإنتاج.

ونتيجة لسمات الإقتصاديات العربية (السابقة الذكر) والنموذج المتبع في تحقيق التكامل بين الإقتصاديات العربية فقد ظهرت العديد من العراقيل التي أعاقت نمو التبادلات التجارية وتمثل أهم هذه العراقيل في:

(1) رغم ما بذل من جهود ومسعى إلا أن القيود الجمركية وغير جمركية لازالت تؤثر بشكل كبير وسلبى على نمو التجارة العربية البينية ولازالت أغلب الإتفاقيات العربية المتعلقة بتحرير التجاري تعاني من مشاكل في التطبيق.

¹ - طارق محمود عبد السلام محمد، مرجع سبق ذكره، ص123.

² - حازم البيلوي، مرجع سبق ذكره، ص35.

³ - طارق محمود عبد السلام محمد، مرجع سبق ذكره، ص124.

⁴ - سليمان المنذري، مرجع سبق ذكره، ص88.

- (2) لا تزال الهياكل الإنتاجية داخل الدول العربية تعاني قصورا نتج عنه عدم تنوع منتجاتها وضعف في قدراتها التنافسية أمام منتجات الدول الأجنبية، كما لا تستفيد المنتجات العربية من أي فرصة تفضيلية لها داخل الدول العربية.
- (3) إن مغالاة بعض الدول العربية في فرض معدلات حماية مرتفعة يدفع المصدرين العرب إلى توجه نحو أسواق الدول المتقدمة التي تفرض معدلات حماية أقل نسبيا خاصة فيما يخص السلع الإستهلاكية لذلك نلاحظ زيادة حصة الصادرات العربية للسلع الإستهلاكية مع ثبات حصة صادرات العربية البينية.
- (4) تتصف الهياكل الإنتاجية داخل الوطن العربي بالتشابه إضافة إلى غياب التنسيق فيما بينها وجمود هذه الهياكل الإنتاجية فيما يخص السلع العربية القابلة للتجارة البينية.
- (5) تركز الهياكل الإنتاجية داخل الوطن العربي في إنتاج سلعة محدودة، وبالتالي تقتصر الصادرات العربية على سلعتين أو ثلاث لكل دولة، كما أنها تجدد أسواق هذه السلع عادة في دول المتقدمة ومن مثل هذه السلع البتروكيماوية التي لا تجد سوق لها داخل الوطن العربي.
- (6) إن عملية التحرير الإنتقائي للتجارة العربية البينية وفي ظل تشابه الهياكل الإنتاجية فإن الدول العربية ستوافق على تحرير التجارة وإزالة كافة الرسوم على عدد قليل من السلع ولا تستفيد من هذه الإتفاقية بقية السلع المتواجدة في الدول العربية.
- (7) ضعف البنية الأساسية الداعمة لعملية التبادل التجاري داخل الوطن العربي مثل ضعف شبكة المواصلات ما يرفع من تكاليف النقل التي تقف عائقا أمام نمو التجارة العربية البينية.
- (8) تُجَّوَّ معظم الإستثمارات العربية المشتركة رغم ضآلتها إلى قطاعات غير منتجة للسلع القابلة للتجارة البينية بل إتجهت أكثر لتلبية حاجات الأسواق المحلية وبالتالي لم تساهم في نمو التجارة العربية البينية.¹
- (9) الافتقار إلى الخدمات المتممة للتبادلات التجارية البينية خاصة فيما يتعلق بالخدمات التمويلية والتسويقية وهو ما يعيق عملية نمو التبادلات التجارية.

إن جميع المحاولات التي تمت إلى غاية اليوم المتعلقة بالتكامل الإقتصادي العربي لم ترقى إلى أدنى مستويات سلم التكامل الإقتصادي المعروفة في النظرية الكلاسيكية وهي منطقة التجارة الحرة التي تعني حرية إنتقال السلع والخدمات بين الدول العربية دون أي قيود، ذلك فضلا على أن مجرد تحرير التجارة العربية البينية يعتبر مدخل غير كاف لتحقيق التكامل الإقتصادي العربي وأن مجرد تحرير التبادل التجاري لا يؤدي بالضرورة إلى نمو المبادلات في ظل النموذج العربي الذي يتطلب كذلك التنسيق في الخطط الإنتاجية، لذلك يجب عدم التقييد بالترتيب

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص106.

التصاعدي لدرجات سلم التكامل الإقتصادي المعروفة في النظرية الكلاسيكية للتكامل الإقتصادي، خاصة أنه ليس هناك ما يمنع من تطبيق أكثر من مرحلة من الناحية العملية ما دام أن بعضها يدعم بعض¹.

ويرى بعض الاقتصاديين أن المدخل الرئيسي للتكامل بين الإقتصاديات العربية لا بد أن يستهدف مباشرة إقامة سوق عربية مشتركة من خلال إستكمال إجراءات التحرير التجاري والدخول في مرحلة إقامة إتحاد جمركي وسوق عربية مشتركة، ومن المنتظر أن يساهم تفعيل التكامل بين البورصات العربية في توفير السيولة اللازمة لدعم عمليات التبادل التجاري وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية حيث يرى (عبد المطلب عبد الحميد، 2003)² :
 "...إن عملية التكامل بين البورصات العربية تعد بمثابة البنيان التحتي والذي يحدد بطبيعة الحال شكل ودرجة نمو البناء الفوقي وعلى ذلك فإن مستوى تطور التجارة البينية ما بين الدول العربية وإكتمال السوق العربية المشتركة يتوقف على تفعيل التكامل بين الأسواق المالية العربية"³ ومن المتفق عليه أن حركة رؤوس الأموال ستشكل عاملاً أساسياً في تعميق العلاقات الاقتصادية العربية وتسمح بإشراك مستثمرين من عدة دول عربية في مشاريع قطرية ذات توجه سوقى إقليمي ويتعمق دور هذه المشاريع في دعم التكامل الإقتصادي العربي إذا أقيمت بناءً على دراسة جدوى إقتصادية تستند على إستغلال الميزة النسبية ما يدعم تنافسية منتجاتها، وتمثل بذلك تدفقات الأموال العربية من خلال التكامل بين البورصات العربية حجر الزاوية في تحريك عناصر الإنتاج الأخرى وإزالة القيود أمام إنتقال السلع والخدمات.³

لذلك لا بد في المرحلة القادمة أن تتوجه جهود المؤسسات العربية المشتركة إلى دعم مؤسسات القطاع الخاص في الوطن العربي والعمل على إنشاء مصرف عربي يتولى مهام إقراض القطاع الخاص، ومن المهم كذلك تهيئة البيئة المحيية لعمليات الإندماج والإستحواذ بين الشركات العربية عن طريق تشريعات تهدف لخلق شركات عربية عملاقة وقوية ذات قدرات تنافسية عالية وتشجيع عمليات الإندماج بين البنوك وشركات التأمين والشركات المالية والشركات الإستشارية.

إن التركيز على التكامل الإقتصادي العربي من زاوية السوق أفضل من كل الجهود الحكومية العربية الراغبة في التكامل بقرارات فوقية سياسية.⁴

¹ - طارق محمود عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص 126.

² - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 236.

³ - شذا جما الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 175.

⁴ - عثمان ابوحرب، مرجع سبق ذكره، ص 230.

المطلب الثاني : دور التكامل بين البورصات العربية في دعم قيام البورصة العربية الموحدة

بدأ التفكير جدياً في إقامة سوق موحدة للأوراق المالية العربية بعد إنتصار حرب أكتوبر 1973 حيث طُرِحَت فكرة إنشائها لأول مرة على جدول أعمال المجلس الإقتصادي في دورته 22 في 14 ديسمبر 1976 وقد أصدر المجلس قرار رقم 649 والذي تضمن الموافقة على مبدأ إنشاء سوق نقدية ومالية عربية، وتكليف مجلس محافظي البنوك المركزية العربية للأمانة العامة لجامعة الدول العربية بالإستعانة بخبراء متخصصين بإستكمال الدراسات المعدة حول هذا الموضوع ووضع الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق وتكليف الأمانة العامة بجامعة الدول العربية بعرض الموضوع على اللجنة* الوزارية لتقديم توصياتها قبل عرضها على المجلس الإقتصادي.¹

وفي سنة 1982 تم تأسيس إتحاد البورصات العربية تحت إشراف جامعة الدول العربية حيث كان يضم في البداية أربعة بورصات عربية فقط هي بورصة لبنان وعمّان وتونس والمغرب، غير أنه أصبح حالياً يضم في عضويته أغلب البورصات العربية ويهدف الإتحاد الى توسيع قاعدة عضويته وتشجيع إقامة بورصات عربية ودعم سبل التعاون بين البورصات العربية وتبادل المعلومات ويبقى الهدف الأكبر لهذا لإتحاد إقامة بورصة عربية موحدة. ومثلما سبق الذكر فإن الإتحاد في مراحل عمله الأولى لتحقيق هدفه إعتماً على المدخل القانوني من خلال تنسيق لوائح والتشريعات الخاصة بأنظمة التداول وتوحيد قواعد الإدراج وبعد أن أثبت هذا المدخل عدم جدواه خاصة في ظل تمسك السلطات القائمة على البورصات العربية بأنظمتها المحلية ليتوجه بعدها لدعم الإتفاقيات بين البورصات العربية ، غير أن الإتحاد أصيب على غرار باقي مؤسسات العمل العربي المشترك بالشلل في أعقاب حرب الخليج الثانية.

وقد قام إتحاد البورصات العربية مؤخرًا بخطوة إيجابية كبيرة حيث إستطاع ورغم إمكانياته المتواضعة أن يضع أول لبنة لقيام البورصة العربية الموحدة ومن ثم القيام بإنشاء سوق مالية عربية من خلال رعاية الإتفاقية الثلاثية بين كل من البورصة المصرية وسوق الأوراق المالية الكويتي وبورصة بيروت، حيث تركت هذه الإتفاقية الباب مفتوح أمام إنضمام باقي البورصات العربية إلا أنها لم تنظّم إليها.²

وقد كثف الإتحاد جهوده في الآونة الأخيرة لإقامة بورصة عربية موحدة تدرج ضمن جداولها الأسهم النشطة والتميزة في البورصات العربية فقد تم الإتفاق في سنة 2004 على تشغيل هذه البورصة من القرية الذكية بمصر وتم

*- تتكون اللجنة من كل من وزيرة المالية الجزائري، ووزيرة المالية المصري، ووزيرة المالية السعودي، ووزيرة المالية العراقي، ووزيرة المالية الأردني، (وزيرة المالية المغربي، الرئاسة).

¹ - حسين عبد المطلب الاسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص52.

² - ياسر محمد جاد الله، سيد ابراهيم عبد الفضيل، الأفاق المستقبلية الأداء أسواق الأوراق المالية العربية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة و القانون، ص47، متوفر على شبكة الانترنت على الموقع الإلكتروني :

كذلك الإتفاق على إدارة هذه البورصة من خلال مجلس إدارة يشكل لمدة سنتين مكون من الأمين العام للإتحاد وأربعة أعضاء يختارهم ممثلو البورصات وأسواق الأوراق العربية الموقعة على إتفاقية تأسيسها. وقد منح قرار إنشاء البورصة العربية مجلس إدارتها مختلف الصلاحيات ومن أهمها¹:

- وضع شروط الإدراج وتحديد رسوم الإدراج.
- تحديد شروط قيد الوسطاء المرخص لهم بالتعامل في هذه البورصة وتحديد رسوم القيد وعمولات التداول.
- إصدار اللوائح التنظيمية المنظمة لعمليات التداول في أسهم الشركات المدرجة بالبورصة العربية الموحدة وآليات الرقابة على هذه الشركات.
- وضع قواعد وإجراءات عملية التسوية والمقاصة ونقل الملكية.
- تحديد الإجراءات التي تتبع في حال حدوث ظروف إستثنائية تهدد السير الحسن للبورصة.

وقد تم الإتفاق حول تولي شركة مصر للمقاصة مهمة المقاصة والإيداع المركزي بالبورصات العربية بالاشتراك مع بنك (HSBC) كبنك للمقاصة خاصة أنه يمتلك فروع في معظم الدول العربية، ما ييسر عمليات المقاصة والتسوية بين المستثمرين العرب المتعاملين في البورصة العربية الموحدة في وقت يسير.²

ويرى العديد من الإقتصاديين أنه قبل تفعيل عمل البورصة العربية الموحدة يستوجب أن تسبقه خطوات تهدف إلى التنسيق بين البورصات العربية ووضع أطر متكاملة وتوحيد شروط الإدراج فيها، إضافة الى ضرورة تقييم التقدم في مستوى بعض المؤشرات المتعلقة بالتنسيق في الأطر القانونية والتنظيمية والمالية والمحاسبية.

لذلك تعد عملية التكامل بين البورصات العربية من خلال عمليات التداول عن بعد وإحتكاك المستثمرين العرب بمختلف البورصات العربية خطوة أولى نحو قيام البورصة العربية الموحدة.

لذا فإن إنشاء بورصة موحدة لا يزال هدفا طموحا جدا ومن المهم إنتهاج منهج متدرج لإنشاء بورصة عربية موحدة من خلال دعم عملية الربط والتكامل بين البورصات العربية أولا والإسراع في تنسيق القواعد المنظمة لعملية الإدراج المشترك والتسوية والمقاصة من خلال تكثيف عقد إتفاقيات بين البورصات العربية وتشجيعها، إضافة إلى تشجيع تبادل المعلومات بين البورصات العربية بما يساعد على الرفع من كفاءتها.³

ولعل تأسيس الشبكة العربية للأسواق المالية وتفعيل دورها من خلال توحيد قاعدة بيانات ومعلومات البورصة العربية، وتفعيل دور المؤسسة العربية للمقاصة لتيسير عمليات التسوية و التفاضل ونقل الملكية بين المستثمرين العرب سيعززان من عملية الربط بين البورصات العربية ويدعمان جهود التنسيق بين القوانين والأنظمة في مختلف

¹ - صغفق عبد الله الركيبي، مرجع سبق ذكره، ص 8.

² - ياسر محمد جاد الله، سيد ابراهيم عبد الفضيل، مرجع سبق ذكره، ص 47.

³ - صغفق عبد الله الركيبي، مرجع سبق ذكره، ص 09.

البورصات العربية بالشكل الذي يحقق التكامل بين البورصات العربية لتصبح بعد ذلك عملية إقامة بورصة عربية موحدة أمرا يسير.¹

ويمكن تقسيم الأدوار بين البورصة العربية الموحدة والبورصات العربية المتكاملة من خلال توجيه البورصة العربية الموحدة لإستهداف الشركات الكبرى والتي تحتاج إلى حشد مبالغ ضخمة، حيث ستمكن البورصة العربية الموحدة من مخاطبة المستثمرين والمؤسسات الإستثمارية العربية والأجنبية خاصة أن البورصة العربية الموحدة ستؤمن الوصول الى قاعدة إستثمارية أوسع، لذلك لا بد أن ترفع البورصة العربية الموحدة من شروط ومتطلبات الإدراج لتصبح أكثر تشددا عن تلك الموجودة في بقية البورصات العربية وإضافة إلى الشركات العربية الكبرى سَتَقْبَلُ كذلك البورصة العربية الموحدة إدراج الشركات الدولية، وستحافظ الدول العربية من خلالها على الشركات الكبرى من خلال توفيرها للتمويل اللازم بالشكل الذي يجنبها هجرة هذه الشركات إلى البورصات المتطورة في الدول المتقدمة. وفي المقابل سَتَجَّوُّ البورصات العربية المتكاملة إلى تلبية إحتياجات الشركات العربية الغير قادرة على تسجيل في البورصة العربية الموحدة حيث ستكون شروط الإدراج أقل تشددا.²

المطلب الثالث: التحديات التي تفرضها عملية التكامل بين البورصات العربية

سيساهم التكامل بين البورصات العربية بلا شك في دعم التكامل الإقتصادي العربي إلا أن هذه العملية ستولد تحديات ومشاكل لا تكتمل هذه الدراسة دون الوقوف عندها، حيث ستحتاج هذه التحديات إلى وضع إستراتيجيات لمواجهتها، فقد أثبتت تجارب التكامل بين البورصات في العالم سواء كانت متطورة أو ناشئة أن تكامل بورصاتها مع بورصات أخرى سيعرضها للعديد من الأزمات والمشاكل والتحديات ومن بين مخاطر التكامل بين البورصات العربية نذكر:

1. المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأسمال: وتتمثل في الحركة الواسعة والسريعة لرأس المال الأجنبي (رأسمال العربي من دول عربية أخرى) والتي تتسبب بالعديد من الإنعكاسات السلبية على الإقتصاد الوطني خصوصا أن حركة هذه التدفقات تتسم بالسرعة والضخامة والحركة الواسعة وقدرتها على الإنتقال بيسر من سوق لآخر حيث تتميز عمليات الإستثمار في المحافظ المالية بدرجات تقلب كبيرة خاصة أن هذا النوع يعتمد على عوامل قصيرة الأجل ويسعى لتحقيق أرباح كبيرة في وقت قصير على عكس الإستثمارات الأجنبية المباشرة التي تهتم بتحقيق أرباح على المدى المتوسط والطويل، كما أن هذه الإستثمارات تتأثر كثيرا بالتوقعات والمعلومات

¹ - شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 176.

² - الاتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة جدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، مرجع سبق ذكره، ص 81.

المتوفرة، ويطغى على المتعاملين داخل هذه الأسواق سلوك القطيع ما يترتب عليه تحركات واسعة دخولا وخروجاً عبر الحدود الوطنية ما يؤدي إلى ظهور العديد من الآثار السلبية على الإقتصاد الوطني.¹

أ. في حالة التدفقات الإستثمارية قصيرة الأجل إلى الداخل: إن الحركة الواسع للمستثمرين الأجانب للإستثمار داخل البورصة المحلية يؤدي إلى²:

- إرتفاع في سعر صرف العملة الوطنية الأمر الذي يَضَعُ من تنافسية الصادرات وبالتالي يزداد عجز ميزان التجاري.
- حدوث إرتفاع شديد في أسعار الأصول خاصة الأراضي والعقارات والأصول المالية.
- نمو في معدلات التضخم.
- حدوث زيادة في الطلب الإستهلاكي المحلي.

ب. في حالة التدفقات الإستثمارية التي تخرج من الدولة بشكل مفاجئ وبأحجام كبيرة فإنها تؤدي إلى :

- إنخفاض سعر صرف العملة الوطنية.
- إنخفاض وتدهور أسعار الأصول العقارية والمالية.
- هبوط الأسعار وتدهور معدلات الربح.
- إستنزاف الإحتياطيات خاصة إذا حاول البنك المركزي التدخل لحماية سعر صرف العملة الوطنية.
- تزايد العجز في ميزان المدفوعات.

2. تعرض البنوك للأزمات: تعود مخاطر تعرض الجهاز المصرفي للإزمات أساساً إلى عمليات التحرير المالي وقد كان

تأثير هذه الأزمات شديداً على الإقتصاديات الوطنية نظراً لما سببته من خسائر كبيرة في الثروة الإقتصادية وإزدادت مخاطر هذه الأزمات نتيجة إرتفاع درجة الإندماج وتكامل الأسواق المالية وأصبح من الممكن أن تمتد بذلك الأزمة التي يتعرض لها قطاع مصرفي داخل دولة واحدة إلى العديد من القطاعات المصرفية في دول أخرى.

3. مشكل التعرض إلى موجة مضاربة: إن عملية التحرير المالي ستسهل نشاط المضاربين عبر إلغاءها للكثير من

القيود التي كانت تحد من نشاطهم، ونعني بالمضاربة قيام المستثمر المالي بشراء أسهم أو سندات شركة محلية بكميات هائلة وإعادة بيعها بطريقة مفاجئة قصد التربح، والخطر في ذلك يكمن في إتخاذ المستثمر المالي قرار مفاجئ بمغادرة البلد الذي يستثمر فيه وذلك عندما يفقد ثقته بإقتصاد البلد كما حدث في سوق هونكونج لما قام جورج سوروس بسحب مبلغ 20 مليار دولار ما أوقع البلد في أزمة مالية حادة، حيث أكد جورج سوروس في

¹ - شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 40

² - برودي نعيمة، بلعربي عبد القادر، تيار عولمة الأسواق المالية إلى أين...؟، ص8، تاريخ الاطلاع 2012/6/2، متوفر عبر شبكة الانترنت

تصريح له أمام لجنة البنوك بمجلس النواب الأمريكي بأنه إذا ما راهن المضاربون مثلا على إرتفاع السعر وحدث وإنخفض السعر بدلا من صعوده فإن المضارب سيصبح مضطرا لحماية نفسه وذلك عن طريق البيع مما يدفع نحو إنخفاض السعر وبالتالي تزيد حدة التقلبات في الأسعار وقد عاد ليؤكد أن تقلبات الأسعار ليست بمشكلة إلا إذا تزامن تسابق الجميع نحو البيع مع عدم وجود مشترين.¹

4. مخاطر هروب رؤوس الأموال الوطنية: تعد ظاهرة تدويل المدخرات الوطنية أخطر ما أفرزته عولمة أسواق الأوراق المالية على إقتصاديات الدول النامية نتيجة (لفتح أبوابها أمام رأس المال الأجنبي من خلال تقديم تحفييزات وإمميزات له، مع السماح لأصحاب رؤوس الأموال المحلية بإخراج أموالهم للإستثمار في الخارج).

5. مشكل غسيل الأموال (مخاطر دخول الأموال القذرة): نظرا لتلاشي الرقابة على رؤوس الأموال وإنتفاع الأسواق على بعضها البعض سَتَفْتَحَ بذلك قنوات جديدة لغسيل الأموال.

6. مخاطر إنتشار الأزمات المالية: لقد أكدت الشواهد أن الأزمات المالية التي تضرب بورصة معينة ستمتد لتضرب بورصات أخرى في مختلف مناطق العالم وقد بات يطلق على هذه الظاهرة تسمية عدوى الأزمات ويعبر عليها كذلك بأثر الدومينو، ويعد التكامل بين البورصات من خلال الإدراج المزدوج والمتعدد لأسهم الشركات في بورصات مختلفة إضافة إلى فتح هذه البورصات أمام المتداولين الأجانب محفزا لإنتقال الفرع بين البورصات فعندما تصاب بورصة بالإختيار ويخسر المتداولون مبالغ كبيرة يتوقع المضاربين في البورصات المجاورة إن ذلك ما سيحدث داخل بورصاتهم فيهرعون بدورهم للتخلص عن ما في حوزتهم من أوراق مالية، وهذا ما تؤكد الوقائع داخل البورصات في العالم حيث عادة ما نسمع أن أداء البورصات الأوروبية إفتتح على إنخفاض يعوزوه الخبراء إلى إنخفاض أداء البورصات الآسيوية.

¹ - شريط إيمان، عولمة الأسواق المالية و تداعياتها على اقتصاديات دول الجنوب، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية : بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011، ص 7.

خلاصة الفصل الرابع

ستُحقّق عملية التكامل بين البورصات العربية العديد من المزايا للدول العربية وعلى عدة مستويات فعلى المستوى القومي من المنتظر أن تُحقّق هذه الأخيرة ما يسمى بالإعتماد الجماعي على الذات العربية في تمويل التنمية العربية لتكون تنمية مستقلة وبالتالي القضاء على التبعية الإقتصادية وقربيتها السياسية التي تعاني منها كل الدول العربية، إضافة إلى ترسيخ مفاهيم التعاون والتضامن الإقتصادي بين الدول العربية، أما على المستوى الوطني فَستُدعم برامج الخصخصة في مختلف الدول العربية خاصة منها تلك التي تمتلك بورصات ضيقة النطاق وغير قادرة على إستيعاب أحجم كبيرة من هذه الشركات إضافة إلى دورها الهام في تعبئة الموارد المالية وحشدها.

وتكسّي عملية التكامل بين البورصات العربية أهمية بالغة خاصة من خلال دورها في رفع درجة السيولة الأصول المالية من خلال حشدها لشرائح أوسع وأكبر من المستثمرين، كما ستمكن شركات المساهمة الموجودة في البورصات العربية من الإستفادة من إقتصاديات الحجم والنطاق الجغرافي للتواصل مع شريحة أوسع من المستثمرين.

إن وجود بورصات عربية متطورة ومتكاملة يعد شرطاً أساسياً لإستعادة الأموال العربية المهاجرة ولجذب الإستثمارات الأجنبية، خاصة أن أغلب البورصات العربية غير قادرة على إستيعاب فوائدها المالية (الدول النفطية)، ما يدفع رؤوس أموالها إلى الهجرة نحو الخارج بحثاً عن فرص إستثمارات، لذلك فوجود تكامل بين البورصات العربية سيمكن من إستيعاب رؤوس الأموال العربية المحلية والمهاجرة ويرفع من جاذبية المنطقة للإستثمار الأجنبي بشكل عام وسُيُهيئ الأرضية اللازمة لقيام تكامل إقتصادي عربي من خلال خلقه لشركات عربية مشتركة بين الدول العربية ستمثل قوى ضغط على الحكومات العربية من أجل تعزيز التعاون في مجالات أخرى كما أنه سيعدم مدخل تحرير التجاري في تحقيق التكامل الإقتصادي العربي.

غير أنه من المهم على القائمين بعملية تفعيل التكامل بين البورصات عربية عدم إهمال التحديات التي تفرضها هذه العملية، وتمتلك الدول العربية العديد من الوسائل التي تدعمها في ذلك.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

أصبحت بورصات الأوراق المالية تمثل اليوم أحد أهم الآليات التي تستخدمها الدول المتقدمة والنامية على حد سواء في تعبئة مواردها المالية للأجل تمويل الإستثمارات، ولجذب المزيد من تدفقات رؤوس الأموال فهي تمثل لمصدري الأوراق المالية مصدراً لتمويل إستثماراتهم وللمدخرين منفذاً لإستثمار مدخراتهم، وقد تعاضم دورها داخل هذه الإقتصادات من خلال قدراتها على التخصيص الأمثل للموارد المالية في مختلف القطاعات.

وتعتبر الدول العربية دولاً حديثة العهد بالبورصات في ما عدى البورصة المصرية حيث لم تُستكمل أغلب البورصات العربية أطهرالمؤسسية إلا في السبعينات (بالنسبة للبورصات التي أنشئت قبل السبعينات).

وقد كان الدافع وراء تأسيس الحكومات العربية لبورصات الأوراق المالية العديد من الأسباب منها ما هو متعلق بإنجاح عمليات الخصخصة من خلال طرح أسهم شركات العامة للتداول والإكتتاب، ومنها ما هو متعلق بإدراكها أن لاغنى عن بورصات عربية متطورة وذات كفاءة عالية ومتكاملة لإستعادة الأموال العربية المهاجرة، وكذلك نتيجة إرتفاع حجم الفوائض المالية التي حققتها الدول النفطية في الوقت الذي تشح فيه الموارد المالية وبشدة في دول عربية أخرى، وتعتبر بورصات الأوراق المالية النشطة والمنظمة تلك القناة التي تسهل عملية إنتقال هذه الفوائض إلى دول العجز.

وقد واجهت البورصات العربية العديد من التحديات والعوائق التي حالت بينها وبين تحقيق أهدافها، لذلك فقد أطلقت الحكومات العربية العديد من برامج الإصلاح التي تهدف من خلالها إلى تطوير البورصات العربية حتى تكون قادرة على تحقيق أهدافها، حيث أكدت هذه البرامج على أهمية دور القطاع الخاص من خلال توسيع برامج الخصخصة وتعديل القوانين المتعلقة بإنشاء شركات المساهمة.

ورغم ما بذل من جهود لتطوير البورصات العربية و رغم التفاوت في درجة تطورها وإنتاحتها إلى أنها لا تزال تعاني من ضعف قدرتها على الإستيعاب ومحدودية أدائها وضآلة دورها داخل إقتصادياتها، وقد أظهر تقييم أداء البورصات العربية خلال الفترة من سنة 2005 إلى سبتمبر 2012 ضعف معدل نموها والذي عكسه ضعف تطور قيمتها السوقية.

وقد ساهمت العولمة المالية وعمليات التحرير المالي وتبني سياسة الإنفتاح إضافة إلى التقدم التكنولوجي خاصة في مجال الإتصالات والمعلومات في عولمة بورصات الأوراق المالية لتصبح أكثر تكاملاً و إرتباطاً وتشابهاً في خدماتها بالشكل الذي رفع من حدة المنافسة فيما بينها، وسعيها منها لمواجهة هذه التحديات وضمان بقائها ونموها في ظل هذه المنافسة الشديدة برز مفهوم التكامل بين البورصات كأحد الخيارات الإستراتيجية لتجاوز هذه

التحديات وقد أسفر ذلك على سيطرت البورصات الأمريكية و الأوروبية وبورصات جنوب شرق آسيا على معظم تداولات الأوراق المالية في العالم ، ويبقى أمام باقي بورصات العالم و من بينها البورصات العربية تكثيف الجهود الساعية لدعم التكامل والربط فيما بينها حتى تفوز بموضع قدم بين هذه البورصات.

ولا يعد التكامل بين البورصات العربية هدفا في حد ذاته بل وسيلة من شأنها أن تدعم أداء البورصات العربية محليا وتيسير تدفقات رؤوس الأموال داخل الوطن العربي، كما تدعم قيام مشاريع عربية مشتركة عملاقة بقيادة القطاع الخاص الأمر الذي سيعزز من التعاون بين الدول العربية ويدفع نحو دعم جهود التكامل الإقتصادي العربي، في ظل تعثر مدخل التحرير التجاري عن تحقيق التكامل الإقتصادي العربي خاصة أن كل المؤشرات المتعلقة بالتجارة العربية البينية تشير إلى ضعف وضآلة نسبتها رغم المسيرة الطويلة للعمل العربي المشترك و ظلت في أحسن أحوالها في حدود 10 في المائة من مجموع التجارة العربية.

ويعتقد العديد من الإقتصاديين أنه حتى في ظل نجاح هذه الإتفاقيات في فتح أبواب الحدود على مصراعيها بين الدول العربية أمام حركة التبادل التجاري دون قيود فإن نسب التجارة بين الدول العربية لن تمثل نسب كبيرة وستبقى ضعيفة نتيجة عدم وجود المنتجات التي يمكن تبادلها.

لذلك فقد برز مدخل التكامل بين البورصات العربية كآلية لدعم التكامل الإقتصادي العربي خاصة بعدما إتضح أن المشكل الذي تعاني منه الدول العربية هو مشكل إنتاج وليس مشكل توزيع، حيث يشكل التكامل بين البورصات العربية الحلقة المفقودة في مسار التكامل الإقتصادي العربي من خلال تيسيره لحرية إنتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية لزيادة التعاون فيما بينها وتعميم مجالات التعاون وبالتالي سيتحقق التكامل المنشود بين الدول العربية.

نتائج الدراسة :

لقد أبرزت هذه الدراسة الأهمية البالغة لعملية تفعيل التكامل بين البورصات العربية في دعم التبادل التجاري بين الدول العربية و في دعم التنمية الإقتصادية العربية، إضافة إلى دورها في النهوض بالبورصات العربية محليا ومن خلال درستنا لهذا الموضوع توصلنا إلى النتائج التالية :

1- إن ضعف دور البورصات العربية داخل إقتصادياتها نتج عن ضعف قدرتها في تحقيق السيولة اللازمة (أهم وظائف البورصة)، والذي ينعكس في أحجام التداولات وعدد الصفقات ما يجد من دورها داخل الدول العربية إضافة إلى أن معظم البورصات العربية تعاني من ضعف فرص التنويع أمام المستثمرين وهو ما يحصر خيارات المحافظ الإستثمارية، ورغم الإصلاحات التي عرفتها البورصات العربية إلا أنها لا تزال تعاني من إرتفاع درجة تركيز

التداولات ما يعكس صغر حجم الأسهم ذات الجاذبية إضافة الى أنه لا يزال يسجل بها قصور في تشريعاتها الخاصة بمجال الإفصاح القانوني وفي آليات الرقابة داخل البورصات العربية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

2- إن تأسيس شركات عربية كبرى على مستوى الإقتصاد العربي تتولى مهمة التسوية والمقاصة والحفظ ونقل الملكية يكون لها فروع داخل مختلف البورصات العربية يسمح بتسيير عمليات التداول وتعامل المستثمرين داخل الوطن العربي بأقل تكلفة، كما يساهم قيام بنوك إستثمارية عربية مشتركة تتولى مهام إصدار الأوراق المالية والترويج لها وتغطية الإكتتابات في رفع حجم إصدارات الأوراق المالية داخل مختلف البورصات العربية، إضافة الى أن تفعيل عملية التكامل بين البورصات العربية يحتاج إلى قيام شركات عربية إقليمية للوساطة المالية لها عضوية داخل عدة بورصات عربية تتولى مهمة تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية داخل مختلف البورصات العربية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

3- إن عودة الأموال العربية المهاجرة إلى أوطانها يستوجب توسيع الطاقة الإستيعابية للبورصات العربية ولن يتأتى لها ذلك إلا بدعم التكامل بين البورصات العربية وتعزيز التعاون فيما بينها.

4- إن عملية التكامل بين البورصات العربية ستفتح المجال أمام عمليات الإندماج والإستحواذ داخل البورصات العربية لتدعم بذلك ظهور مشاريع عربية مشتركة عملاقة يقودها القطاع الخاص.

5- إن مدخل التكامل بين البورصات العربية سيدعم مدخل التحرير التجاري لتحقيق التكامل الإقتصادي العربي من خلال توفيره للسيولة اللازمة، وقد أظهرت عملية الربط الثلاثي بين كل من بورصة المصرية وسوق الكويت للأوراق المالية وبورصة لبنان إن عملية التنسيق في مجال بورصات الأوراق المالية سيكون أسهل نسبيا من التنسيق في مجال تحرير السلع والخدمات وأكثر فعالية في دعم التعاون الإقتصادي العربي خاصة في ظل الإصلاحات العربية في مجال حركة رؤوس الأموال، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

6- من المهم الحرص على أن لا تكون عمليات الربط بين البورصات العربية التي تتم بموجب الإتفاقيات، مجرد عمليات ربط فنية، بل يجب أن تكون عمليات ربط فعلية بالشكل الذي يسمح للمستثمر من أي دولة عربية في التعامل داخل أي بورصة عربية، دون الحاجة للإنتقال أو لإعطاء الأمر للسمسار أو وسيط داخل هذه الدولة.

7- من المهم بعد كافة الجهود التي تم بذلها لتحقيق التكامل الاقتصادي العربي والوصول إلى هذه النتائج المتواضعة تبني مدخل التكامل الاقتصادي عن طريق القطاع الخاصة ودعم قيام المشاريع العربية المشتركة.

توصيات الدراسة:

من خلال دراستنا لموضوع التكامل بين البورصات العربية وبناء على النتائج المتوصل إليها نقترح التوصيات التالية:

1- لا بد من إستكمال الأطر القانونية والمؤسسية للبورصات العربية ومراجعة التشريعات القائمة والتركيز على إيجاد قوانين مرنة تسمح بإستيعاب التطورات والتكيف مع المتغيرات والمستجدات وتسمح بتسيير التعاملات وحماية المتعاملين.

2- من المهم للمؤسسات العمل العربي المشترك الوصول إلى إتفاقية عادلة تسمح بإستفادة جميع أطرافها وأن تكون مرنة وتسمح بتعويض الأطراف المتضرر نتيجة لتطبيقها.

3- زيادة الوعي الإستثماري من خلال إستغلال كافة وسائل الإعلام.

5- دعم وجود مؤسسات عربية تتولى نشر المعلومات والبيانات عن التداولات داخل البورصات العربية إضافة إلى تعريفها بفرص الإستثمار بداخلها.

6- إن قيام بورصة عربية يستلزم بالضرورة تنشيط البورصات العربية محليا وتحقيق التكامل فيما بينها لذلك فمن المهم عدم توزيع الجهود وضبطها ضمن رؤيا تهدف أولا لتحقيق التكامل بين البورصات العربية ثم السعي نحو إنشاء بورصة عربية موحدة.

7- تفعيل شبكة أسواق الأوراق المالية العربية خاصة أن معظم تجارب الربط كشفت بأن ضعف التعاملات بين البورصات العربية كان نتيجة ضعف المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين.

8- تشجيع عمليات الإدراج المشترك بين البورصات العربية وتذليل الصعوبات والعوائق التي تحد منه.

آفاق الدراسة:

إن النتائج التي تم التوصل إليها والتوصيات التي قمنا بتقديمها لا يمكن أن تكون قطعية ونهائية، ولكن أملنا فيها أن تكون فاتحة لدراسات جديدة، يمكن بلورت إحداها في الإشكالية التالية:

- ماهي الإجراءات الكفيلة بحماية إقتصادات الدول العربية من التحديات التي تفرضها عملية التكامل بين البورصات العربية ؟

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أ - المراجع باللغة العربية :

1- الكتب

1. ابوالعلا يسرى محمد ، تحديد مفهوم استيعاب الاستثمارات المالية العربية في ضوء التشريعات المالية والاقتصادية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
2. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي مصر، 2008.
3. أبو حرب عثمان ، الإقتصاد الدولي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
4. أندروس عاطف وليم ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
5. الببلاوي حازم ، الاقتصاد العربي في عصر العولمة، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية الإمارات العربية المتحدة، 2003.
6. بريان كويل (ترجمة خالد العمري)، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للإستثمارات الثقافية، مصر 2007.
7. التميمي ارشد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع الأردن، 2010.
8. التميمي ارشد فؤاد ، أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004.
9. جودة صلاح السيد ، بورصة الأوراق المالية علميا-عمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2003.
10. حسين عصام ، أسواق الأوراق المالية (البورصات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
11. حنيني محمد وجيه ، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
12. الخطيب شذا جمال ، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن 2008.

13. خلف فليح حسن، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
14. الداغر محمود محمد ، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دارالشروق للنشر والتوزيع، الأردن 2005.
15. الرضي سلام، النفوذ العالمي للشركات غير الوطنية - إشكالية العلاقة بين الدولة و رأس المال -، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2009.
16. سلام عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، بدون دار النشر، أبوظبي، 2002.
17. السيسى صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح) دار عالم الكتاب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2003.
18. شطناوي زكريا سلامة عيسى، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية (من منظور الاقتصاد الإسلامي) دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
19. الشواورده فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، 2008.
20. صافي وليد ، انس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
21. عبد الجواد محمد عوض، علي إبراهيم الشريفات، الإستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
22. عبد المجيد أسعد، العولمة وأبعادها الاقتصادية، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
23. عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مجموعة النيل العربية للنشر وتوزيع، مصر، 2003.
24. عبد النبي محمد احمد، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن 2009.
25. عجاج هيثم، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
26. عرفة سيد سالم، إدارة المخاطر لاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
27. العريان محمد، عندما تتصادم الأسواق (استراتيجيات استثمارية في عصر التقلبات الاقتصادية العالمية) دار الكتاب العربي، لبنان، 2009.

28. عطية محمد عبد الحميد، الأزمة المالية العالمية وأثارها على أسواق المال، دار التعليم الجامعي للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2010.
29. العوضي رفعت السيد، إسماعيل علي بسيوني، الاندماج والتحالفات الإستراتيجية بين الشركات في الدول العربية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2005.
30. لطفي علي، الإستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية بحوث ودراسات، مصر، 2009.
31. مائير كوهين (ترجمة عبد الحكيم أحمد الخزامي)، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفجر للنشر والتوزيع مصر، 2007.
32. مبروك نزيه عبد المقصود، الآثار الاقتصادية للإستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
33. مجيد ضياء، البورصات (أسواق رأسمال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2003.
34. محمد طارق محمود عبد السلام، صناديق التمويل العربية الأداء والطموحات، دار الكتاب، مصر 2000.
35. معروف هوشيار، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
36. ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية، دار المنهل اللبناني في مكتبة رأس المنبع، لبنان، 2003.
37. المنذري سليمان، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، الناشر مكتبة المدبولي، مصر، الطبعة الثانية 2004.
38. موسى رسمية احمد، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، الأردن، بدون سنة النشر.
39. النجار فريد، البورصة والهندسة المالية، مؤسسة شباب، مصر، 2004.
40. هندي منير ابراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأسمال، منشأة توزيع المعارف، مصر، 1997.

(-2) الأطروحات و المذكرات:

1. بجاوي سهام، الإستثمارات العربية البينية ومساهماتها في تحقيق التكامل الإقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، نوفمبر 2005.
2. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/ 2006.

3. صايفي عمار، محددات الإستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الاوراق المالية - دراسة مقارنة بين مصر، تونس و الجزائر -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009/2008.
4. ضيف روفية، إستراتيجية النمو المصرفي من خلال عمليات الإندماج، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005/2004.
5. عبد المطلب حسين، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية التجارة، قسم الإقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، مارس 2002.
6. عيجولي خالد، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص عقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
7. مباركي سامي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب، تونس مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في العلوم الإقتصادية فرع إقتصاد التنمية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2004.
8. مزاهدية رفيق، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الإقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، الجزائر، 2006-2007.

3- المجالات و الدراسات:

1. الأسرج حسين عبد المطلب، آليات تحفيز الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، تاريخ الإطلاع 2012/8/15، متوفر عبر شبكة الإنترنت على الموقع الإلكتروني:
www.gdnet.org/CMS/fulltext/1167205106_fdi.doc
2. الأسرج حسين عبد المطلب، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، تاريخ الاطلاع 2012/2/3، متوفرة عبر شبكة الانترنت على الموقع:
www.academia.edu/235912

3. الأسرج حسين عبد المطلب، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994 – 2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، تاريخ الاطلاع 2012/5/12، متوفر عبر شبكة الإنترنت على الموقع الإلكتروني: www.qdnet.org
4. بلعور سليمان، دور الاستثمارات البينية في التنمية الصناعية العربية، مجلة الباحث تصدر عن جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 07، ورقلة، الجزائر، 2010.
5. بلفاطمي عباس، المشروعات الخليجية المشتركة كأداة لجذب الأموال المهاجرة، مجلة الباحث، تصدر عن جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 04، ورقلة، الجزائر 2006.
6. حميدة مختار، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات و شروط النجاح)، مجلة الباحث تصدر عن جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 07، ورقلة 2010/2009.
7. خضر حسان، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية العدد 27، تصدر عن المعهد العربي للتخطيط بالكويت، مارس 2004 ، تاريخ الإطلاع 2012/5/5، متوفر عبر شبكة الإنترنت على الموقع الإلكتروني: <http://www.arab.api.org/developi.htm>
8. الدباس معتصم محمد، أثر الاندماج على أداء الشركات وأرباحها، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد الثاني، جوان 2012.
9. الرشيد وفاء و آخرون ، منتدى سوق المال: يؤكد أن الإجراءات الفنية والقانونية لا تمثل عقبة نحو تحقيق تكامل أسواق المال الخليجية، مجلة سوق المال، تصدرها الهيئة العامة لسوق المال، العدد 46 سلطنة عمان، أكتوبر 2010.
10. السيد يعقوب محمد، مشاهد عثمان إبراهيم، سوق الأوراق المالية في السودان – النشأة والتطور ورؤى مستقبلية، بنك السودان المركزي، جوان، 2011.
11. شحادة كمال (ترجمة غسان غصن)، عبر من الخصخصة، برنامج الأمم المتحدة للتنمية، جانفي 2002.
12. صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، العدد 02، بسكرة، الجزائر، جوان 2002.
13. صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع الأوراق المالية العربية و سبل الرفع من كفاءتها-، مجلة الباحث، تصدر عن جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 07، ورقلة، الجزائر، 2009.
14. عاكوم إبراهيم، أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، سلسلة الدراسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2009.

15. عبد العال عادل حميد يعقوب، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة الحالة العربية، تاريخ الاطلاع 2012/2/3، متوفر عبر شبكة الإنترنت على الموقع الإلكتروني : www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=133
16. علاش أحمد، الزين منصور، التحالف الاستراتيجي كضرورة للمنظمات الاقتصادية في ظل العولمة- حالة الجزائر-، تاريخ الاطلاع 2012/2/3، متوفر عبر شبكة الإنترنت على الموقع : www.economicat.com/forums/viewtopic.php?f=71&t=8665
17. محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية، تركيا، 2004.
18. المناعي جاسم، الاستثمارات الخليجية في الدول الغربية بين الطموح والمحاذير، أكتوبر 2007، تاريخ الاطلاع 2012/6/2، متوفر عبر شبكة الانترنت على الموقع : www.amf.org.ae

(-4) المؤتمرات و الملتقيات :

1. برودي نعيمة، بلعربي عبد القادر، تيارعولمة الأسواق المالية إلى أين ...؟ ، تاريخ الاطلاع 2012/6/2 متوفر عبر شبكة الإنترنت على الموقع: <http://iefpedia.com/arab>
2. بن الدين الداودي، بونوة سمية، إنعكاسات العولمة المالية على الأسواق المالية و سبل تطويرها في الدول النامية، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية : بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.
3. بن ثابت علال، بن جاب الله محمد، إدارة الأزمات في البورصات كمدخل لتدعيم تكامل الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي الثاني، "التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 17-19 أبريل، 2007.
4. بن شنهو فريدة، بن علال بلقاسم، واقع السوق المالي في الجزائر وأفاق تطوير فعاليته، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.
5. بوخلخال يوسف، العولمة المالية وأثرها على الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.

6. بوضيف سامية، حجاج زينب، واقع بورصة الجزائر وسبل تفعيلها وتنشيطها لمسايرة متطلبات العولمة المالية، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.
7. بوطوبة محمد، المتغيرات المفسرة لحركة بورصة الجزائر - دراسة تحليلية لثلاث سنوات متتالية 2008-2011 ، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.
8. تشام فاروق، العولمة المالية وأثارها على القطاع المصرفي والنمو الإقتصادي في البلدان العربية، المؤتمر العلمي الأول حول: "إقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير"، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية الجامعة التطبيقية، الأردن.
9. جاد الله ياسر محمد، عبد الفضيل سيد ابراهيم ، الأفق المستقبلية الأداء أسواق الأوراق المالية العربية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة و القانون، متوفر على شبكة الانترنت على الموقع الإلكتروني : http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/research.htm
10. جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني - التكامل الإقتصادي العربي الواقع والأفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة عمار ثلجي، الأغواط، في 17-19 أفريل، 2007.
11. حريري عبد الغني، مداني احمد، ربط الأسواق المالية العربية كآلية لتطويرها وزيادة درجة إنفتاحها وعولمتها، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.
12. حسين كريم سالم، هاني إبراهيم راسول، المتغيرات الاقتصادية العالمية و انعكاساتها على أسواق المال العربية، المؤتمر العلمي الأول كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة العلوم التطبيقية، الأردن 22 - 24 جويلية 2003.
13. دوابه أشرف محمد، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الإقتصادي العربي تحت رعاية المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الجامعة الأردنية، الأردن، 20-22 ديسمبر ، 2004.
14. راتول محمد، مداحي محمد، واقع وتحديات تدفقات إستثمارات المحافظ المالية على ضوء تداعيات الأزمة المالية لعام 2008 (حالة الأسواق المالية العربية)، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.

15. شاربي محمد الأمين، طيبي عبد اللطيف، **عولمة الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية بين الفرص والتحديات**، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.
16. شريط إيمان، **عولمة الأسواق المالية وتداعياتها على إقتصاديات دول الجنوب**، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.
17. العبد اللطيف بن عبد الله عبد اللطيف، **هجرة رؤوس الأموال الى الخارج الأسباب، الآثار ووسائل العلاج**، المؤتمر الدولي الثالث للإقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة ام القرى، المملكة العربية السعودية، 2003.
18. عبدة سامية عمر، مريمت عديلة، **أسواق رأس المال الدولية: عولمة وأزمات**، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12-13 أكتوبر، 2011.
19. عراب فاطمة الزهراء، **تكامل المصارف العربية والمساهمة في تطوير الأسواق المالية لمواجهة تحديات العولمة المالية (2007 - 2009)**، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.
20. عقل مفلح، **عالمية أسواق المال والمنتجات**، مقدم إلى الندوة المنعقدة في عمان تحت عنوان أفاق المستقبل العربي في عالم متغير، عمان، الأردن، في 18 - 20 أكتوبر 1993، تاريخ الاطلاع 2012/6/2 منشورة في موقع الأستاذ مفلح عقل: www.muflehakel.com
21. علاوة عاطف، **الإستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الإستثمارات الأجنبية**، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والإستثمارية، دمشق، 17 - 18 نوفمبر، 2011.
22. الكريبي صعفق عبد الله، **مشروع البورصة العربية**، مداخلة في الملتقى السادس لمجتمع الأعمال العربي سوريا، 29 - 27 افريل، 2002.
23. لطرش الطاهر، **تحول المسلمات في النظام المالي الدولي على ضوء الأزمة المالية الأخيرة (2007 - 2009)**، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 - 13 أكتوبر، 2011.

24. مرابط ساعد، بالميهوب أسماء، **العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة**، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثارها على الإقتصادات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 21 - 22 أكتوبر 2006.
25. مريمت عديلة، بن يوب فاطمة، **الأزمات كسمة للأسواق المالية المعولمة: نماذج تقييمية للآثار**، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12- 13 أكتوبر، 2011.
26. ميلود زيد الخير، أولاد العيد سعد، بدر الدين بدرينة، **توطين الأموال العربية المهاجرة: نحو رؤية جديدة لسوق مالية عربية**، الملتقى الدولي الثاني التكامل الاقتصادي العربي الواقع والأفاق، جامعة عمار ثليجي 17-19 أبريل 2007.
27. النجار أحمد منير، **عولمة الأسواق المالية و أثارها على تنمية الدول النامية (مع الإشارة للسوق المالي الكويتي)**، المؤتمر العلمي الرابع للريادة والإبداع حول إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة جامعة فيلادلفيا، الكويت، في 15- 16 مارس، 2005.
28. وأعمر علي زيان محمد، تيشات سلوى ، **إنعكاسات الأسواق المالية على إقتصاديات الدول النامية** الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12-13 أكتوبر، 2011.

(-5) التقارير و القوانين :

1. الإتحاد الإفريقي، **تقرير حول دراسة جدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا**، إدارة الشؤون الإقتصادية ديسمبر، 2008.
2. تقرير اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا (إسكوا)، **دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الإقتصادية (دراسة حالة بورصة بيروت)**، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 19 - 20 سبتمبر 2006.
3. تقرير اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا (إسكوا)، **دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الإقتصادية (دراسة حالة بورصة عمان)**، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 19 - 20 سبتمبر، 2006.
4. تقرير اللجنة الاقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا (إسكوا)، **دور أسواق رأس المال في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة البورصة المصرية)**، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 19 - 20 سبتمبر، 2006.
5. تقرير اللجنة الإقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا (إسكو)، **دور أسواق رأس المال العربية في التنمية الإقليمية: (دراسة حالة أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي)**، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 19 - 20 سبتمبر، 2006.

6. صندوق النقد العربي، إسهامات صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، جوان 2003.
7. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2001.
8. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2003.
9. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2005.
10. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2006.
11. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2007.
12. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2011.
13. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2007، العدد 52.
14. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنة 2008، العدد 56.
15. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2009، العدد 60.
16. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2010، العدد 63.
17. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2011، العدد 67.
18. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي، النشرة الفصلية، الربع الثاني لسنة 2012، العدد 69.
19. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي النشرة الفصلية، الربع الثالث لسنة 2012، العدد 70.
20. اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الأسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، 2004.
21. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، الإستعراض السنوي لتطورات في مجال العولمة والتكامل الإقليمي في الدولة العربية، مطبوعة الأمم المتحدة، نيويورك، 2007.
22. مجلس التعاون لدول الخليج العربي، إنجازات العمل الاقتصادي المشترك بين دول مجلس التعاون في مجلي التعاون المالي والاقتصادي، 2002-2010.
23. مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، خصخصة الشركات المملوكة للدولة، القاهرة، مصر، تاريخ الاطلاع 2012/6/2، منشور على الموقع: www.cipe.org

24. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2011، الكويت
سبتمبر، 2012.

-6) مواقع الانترنت :

1. موقع اتحاد البورصات العربية:
 2. موقع بورصة البحرين:
 3. موقع بورصة تونس:
 4. موقع بورصة الجزائر:
 5. موقع بورصة عمان :
 6. موقع بورصة فلسطين:
 7. موقع بورصة قطر:
 8. موقع البورصة المصرية :
 9. موقع سوق الإمارات للأوراق المالية:
 10. موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية:
 11. موقع سوق دمشق للأوراق المالية:
 12. موقع سوق الكويت للأوراق المالية :
 13. موقع سوق مسقط للأوراق المالية:
 14. موقع شركة تداول:
 15. موقع الشركة الكويتية للمقاصة :
 16. موقع مؤسسة ضمان الإستثمار :
 17. موقع هيئة أسواق المال (كويت):
 18. موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:
 19. موقع هيئة السوق المالية السعودية :
 20. موقع الهيئة العامة للرقابة المالية (مصر):
- www.arab stock exchanges.org
- www.bahrainbourse.net
- <http://www.bvmt.com.tn>
- www.sgbv.dz
- www.ase.com.jo/ar
- www.pex.ps
- www.qe.com.qa
- www.egx.com.eg
- <http://esm.sca.ae/>
- www.kse.com.sd
- <http://www.dse.sy>
- www.kse.com.kw/A
- www.msm.gov.om
- www.tadawul.com.sa
- www.maqasa.com
- www.iaiqc.net
- www.kuwaitcma.org
- <http://www.scfms.sy/>
- www.cma.org.sa
- www.cma.gov.eg

-7) القوانين ، القرارات و المنشورات:

1. الإمارات العربية المتحدة:

- قانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 المتعلق بهيئة و سوق الإمارات للأوراق المالية متوفر على موقع سوق الإمارات العربية المتحدة: <http://esm.sca.ae/>
- قرار مجلس الوزراء رقم (12) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية و السلع المادة (6) متوفر على موقع سوق الإمارات العربية المتحدة: <http://esm.sca.ae/>

2. الأردن:

- المادة (22) من تعليمات الأدرج في بورصة عمان لسنة 2004، والمعدلة من خلال القرار 225/2011 المنشور في موقع البورصة: www.ase.com.jo/ar

- القانون (76) الصادر في سنة 2002، المنشور في موقع البورصة: www.ase.com.jo/ar

3. البحرين:

- قرار مدير سوق البحرين للأوراق المالية رقم (20) لسنة 2001، المنشور في موقع البورصة www.bahrainbourse.net

4. تونس:

- الفصل الثالث من قانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، المنقح و المعدل بالقانون عدد 64 لسنة 2009 ، المنشور في موقع البورصة <http://www.bvmt.com.tn>

5. السودان:

- قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994، المنشور في موقع البورصة: www.kse.com.sd

6. سوريا :

- المادة (3)، نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، متوفر على موقع السوق:
<http://www.dse.sy>

7. فلسطين:

- بورصة فلسطين، قواعد بورصة فلسطين، نظام الإدراج، جانفي 2013.

8. قطر:

- بورصة قطر، قواعد التعامل في بورصة قطر ، أوت 2010.
- المادة (2)، من قانون رقم (33) لسنة 2005، المعدل بمرسوم بقانون رقم (14) لسنة 2007، بشأن هيئة قطر للأوراق المالية وشركة سوق قطر للأوراق المالية .

9. الكويت:

- القانون رقم 7 الصادر في سنة 2010 المؤرخ في 7 ربيع الأول 1431 هـ الموافق لـ 21 فيفري 2010 متوفر في
موقع هيئة أسواق المال الكويتية :
www.kuwaitcma.org

10. لبنان:

- قانون الأسواق المالية، قانون رقم (161) الصادر بتاريخ 2011/8/17، الجمهورية اللبنانية، تاريخ الإطلاع
2012/12/12، متوفر على الموقع الإلكتروني:
www.bdl.gov.lb/circ/lawpdf/Law161.pdf

11. مصر:

- المادة (2) من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (132) لسنة 2010 الصادر في 2010/11/1، متوفر على
الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية:
www.cma.gov.eg
- المادة (12،13،14) من قواعد قيد واستمرار قيد، وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بقرار مجلس
إدارة الهيئة رقم 30 سنة 2002 وفقا لأخر تعديل، إصدار جوان 2010.

12. المملكة العربية السعودية :

- دليل الإدراج، مطبوعة صادرة عن شركة تداول الموجود في الموقع : www.tadawul.com.sa

ب - المرجع باللغة الأجنبية :

- 1) Center for Audit Quality, **Guide to International Financial Reporting Standards**, Washington, September 2009.
- 2) De Haan Jakob, Oosterloo Sander, Schoenmaker Dirk, **European Financial Markets and Institutions**, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, New York, 2009.
- 3) Fidelity Management & Research Co, **Q1 2009 Market Update**, The Market Analysis Research and Education (MARE) group, a unit of Fidelity Management, United States of America, April 2009.
- 4) FOCARDI. SERGIO M, FOCARDI, FABOZZI. FRANK, **The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management**, Wiley John Wiley & Sons. Inc, United States of America , 2004.
- 5) Giovanni Sabatini, Isadora Tarola, **Transparency on Secondary Markets** , National Committee for companies and stock exchanges – consob -, Italy, May 2002.
- 6) Hautcoeur.Pierre, Rezaee.Amir, Riva.Angelom, **Stock exchange industry regulation The Paris Bourse 1893 – 1898**, This paper results from a research project presented at the EIF Forum “Financial Crisis, Market Liquidity and Corporate Governance”, Paris, December, 2009.
- 7) Knight Capital Group, **Current Perspectives on modern equity markets**, Washington, United States of America, November 2010.
- 8) Lehmann. Bruce, Modest. David, **The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry**, University of Chicago Press, January 1996.
- 9) Licht. Amir, **STOCK MARKET INTEGRATION IN EUROPE**, Program on International Financial Systems, Harvard Law School, United States of America , March 1997.
- 10) Mendelsohn. Louis, **Trend Forecasting With Technical Analysis Unleashing the Hidden Power of Intermarket Analysis to Beat the Market**, Trade Secrets Series, Market Technologies Corporation, United States of America, 2000.
- 11) Michie. Ranald, **The Global Securities Market in the 20th Century: Trends, Events, Governments and Institutions**, University of Durham , England, February 2006.

- 12) Paulos. John, **A Mathematician Plays the Stock Market**, Basic Books, New York, 2003.
- 13) U.S. Congress, Office of Technology Assessment, **Trading Around the Clock: Global Securities Markets and Information Technology**, Background Paper, OTA-BP-W-66, Washington, DC: U.S. Government Printing Office, July 1990
- 14) UNITED NATIONS, ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN, **Globalization of Financial Markets: Implications for the Caribbean**, LC/CAR/G.562, Spain, 1999.

الفهرس العام

الصفحة	المحتويات
IV	الاهداء
V	كلمة شكر
VI	ملخص البحث
VIII	فهرس الجداول
X	فهرس الاشكال
أ- ح	المقدمة العامة
1	الفصل الأول : مكانة البورصات في الإقتصاد العالمي المعاصر
2	مقدمة الفصل الأول
3	المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول بورصات الأوراق المالية
3	المطلب الأول : ماهية بورصة الأوراق المالية
7	المطلب الثاني : نظم وآليات التعامل في البورصة
13	المطلب الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية
20	المبحث الثاني: دور بورصة الأوراق المالية في النشاط الإقتصادي
20	المطلب الأول : أهمية بورصة الأوراق المالية
25	المطلب الثاني : وظائف بورصة الأوراق المالية وأثارها التنموية
29	المطلب الثالث : دور البورصة في دعم عمليات الخصخصة
33	المبحث الثالث : تعاضم دور بورصات الأوراق المالية في الإقتصاد العالمي المعاصر
33	المطلب الأول : العوامل المساعدة على تسارع وتيرة عولمة البورصات
40	المطلب الثاني : عالمية بورصات الأوراق المالية
45	المطلب الثالث : أهمية عولمة بورصات الأوراق المالية في الإقتصاد العالمي المعاصر
47	خلاصة الفصل الأول
48	الفصل الثاني: واقع البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي
49	مقدمة الفصل الثاني
50	المبحث الأول : نشأة البورصات العربية
50	المطلب الأول : البورصات العربية نظرة تاريخية

54	المطلب الثاني : دوافع إنشاء البورصات العربية
55	المطلب الثالث : أهمية وجود بورصات عربية
57	المبحث الثاني : توصيف أوضاع البورصات العربية المدرجة ضمن قاعدة بيانات صندوق النقد العربي
57	المطلب الأول : الخصائص الأساسية للبورصات العربية
60	المطلب الثاني : الخصائص التنظيمية و التشريعية للبورصات العربية
79	المطلب الثالث : تقييم أداء البورصات العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي خلال الفترة (جانفي 2005 - سبتمبر 2012)
101	المبحث الثالث : عوائق الإستثمار في البورصات العربية و سبل تفعيلها
101	المطلب الأول : عوائق الإستثمار في البورصات العربية
105	المطلب الثاني : الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية
109	المطلب الثالث : عوامل تنشيط البورصات العربية
112	خلاصة الفصل الثاني
113	الفصل الثالث: سبل تفعيل التكامل بين البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي
114	مقدمة الفصل الثالث
115	المبحث الأول: الإطار النظري لعملية التكامل بين البورصات
115	المطلب الأول: مفهوم عملية التكامل بين البورصات
116	المطلب الثاني: أساليب التكامل بين البورصات
122	المطلب الثالث: تجارب التكامل بين البورصات عبر العالم
128	المبحث الثاني: الجهود الرامية للربط بين البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي
128	المطلب الأول: دوافع التكامل بين البورصات العربية
135	المطلب الثاني: تجارب الربط بين البورصات العربية
143	المطلب الثالث: تقييم تجارب الربط بين البورصات العربية
146	المبحث الثالث: خطوات التكامل بين البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي
146	المطلب الأول: عقبات التكامل بين البورصات العربية
149	المطلب الثاني: متطلبات عملية التكامل بين البورصات العربية

157	المطلب الثالث: الإستراتيجية المقترحة لتطوير عملية التكامل بين البورصات العربية
162	خلاصة الفصل الثالث
163	الفصل الرابع : التكامل بين البورصات العربية كآلية لدعم التكامل الإقتصادي العربي
164	مقدمة الفصل الرابع
165	المبحث الأول: الآثار المتوقعة لعملية التكامل بين البورصات العربية
165	المطلب الأول: الآثار المتوقعة لتكامل البورصات العربية على المستوى القومي
167	المطلب الثاني: الآثار المتوقعة لعلمية التكامل بين البورصات العربية على مستوى التنمية
170	المطلب الثالث: أثر التكامل بين البورصات العربية على أداء البورصات المحلية
174	المبحث الثاني : دور تكامل البورصات العربية في قيام إستثمارات عربية بينية عملاقة
174	المطلب الأول : دور التكامل بين البورصات العربية في إستقطاب الأموال العربية المهاجرة
184	المطلب الثاني: التكامل بين البورصات العربية كآلية لتحقيق إندماجات بين الشركات العربية
188	المطلب الثالث: دور المشاريع العربية المشتركة في دعم التكامل الاقتصادي العربي
194	المبحث الثالث: آفاق عملية التكامل بين البورصات العربية
194	المطلب الأول: دور التكامل بين البورصات العربية في نهوض بالأعمال التجارية
198	المطلب الثاني : دور التكامل بين البورصات العربية في دعم قيام البورصة العربية الموحدة
200	المطلب الثالث : التحديات التي تفرضها عملية التكامل بين البورصات العربية
203	خلاصة الفصل الرابع
204	الخاتمة العامة
209	قائمة المراجع
225	الفهرس العام