

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حسية بن بوعلی الشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم

تخصص: العلوم الاقتصادية

العنوان

واقع وآفاق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية
في ظل تحرير تجارة الخدمات المالية بموجب
المنظمة العالمية للتجارة

من إعداد

نادية بن شاعة

المناقشة بتاريخ 2020/07/08 من طرف اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة حسية بن بوعلی - الشلف	أستاذ	بلعزوز بن علي
مقررا	جامعة حسية بن بوعلی - الشلف	أستاذ	راتول محمد
مقررا مساعدا	جامعة الجزائر-3	أستاذ	سحنون جمال الدين
ممتحنا	جامعة حسية بن بوعلی - الشلف	أستاذ محاضر قسم "أ"	نورين بومدين
ممتحنا	جامعة الجبالي بونعامة - خميس مليانة	أستاذ محاضر قسم "أ"	مادي ابراهيم
ممتحنا	جامعة يحي فارس-المدية	أستاذ	شبوطي حكيم
ممتحنا	جامعة يحي فارس-المدية	أستاذ محاضر قسم "أ"	بوجطو حكيم

السنة الجامعية: 2020-2019



كلمة شكر

وإهداء

شكر وتقدير

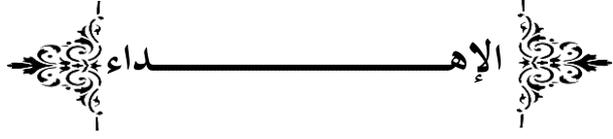
أشكر الله الذي لا إله إلا هو على جليل نعمه وعظيم فضله، إذ أتاح لي إنجاز هذا العمل وورزقي القدرة على تجاوز الصعاب التي واجهتني، فله الحمد والشكر.

أتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ راتول محمد والأستاذ الدكتور سحنون جمال الدين الذين تكروا بقبول الإشراف على هذا البحث، وكانا يمداني بالقوة اللازمة والنصائح القيمة، وأنا على قناعة تامة بأنه لن يكفيني توظيف عبارات الشكر و العرفان نظرا لكل ما منحاني من صبر وتسامح، لذلك فيني أسأل الله أن يشيبيهما خير الثواب.

كما أشكر أعضاء لجنة المناقشة الموقرين على تحملهم مشاققة قراءة الأطروحة ومناقشتها، وعلى توجيهاتهم وتصويباتهم.

كما أشكر كل من ساعدني وشجعني على إكمال هذا العمل المتواضع وأخص بذلك زميلاتي في الدراسة والعمل الدكتورة حضري دليلة، الدكتورة عميش عائشة والدكتورة بوثلجة عائشة.

فلهؤلاء جميعا أسجل شكري وعظيم امتناني، و إن قصرت في شكرهم أو غفلت عن ذكر أحدهم، فعزائي أن الله تعالى هو الذي سيتكفل بأن يجزيهم عني خير الجزاء.



أهدي هذا العمل إلى:

أعز مخلوقين في الوجود، أبي وأمي أطال الله في عمرهما

الذي كان لي السند دائما زوجي حفظه الله

أبنائي حفظهم الله ورعاهم:

عبد الهادي، محمد آدم، عبد الواحد

كل العائلة

كل من دعا لي في ظهر الغيب بأن يوفقني الله.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

	بسملة
	إهداء
	شكر
III-I	فهرس المحتويات
V	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
X	قائمة الملاحق
أ - د	مقدمة
	الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة
02	تمهيد
03	المبحث الأول : الإطار النظري لتجارة الدولية في الخدمات المالية.
03	المطلب الأول: ماهية الخدمات المالية
09	المطلب الثاني : أهمية تجار الخدمات المالية الدولية.
24	المطلب الثالث: تحرير تجارة الخدمات المالية
32	المطلب الرابع: جهود تحرير الخدمات المالية
36	المبحث الثاني : الاتفاقية العامة لتحرير التجارة في الخدمات المالية
37	المطلب الأول: تقديم عام للمنظمة العالمية للتجارة
48	المطلب الثاني : مفاوضات تحرير الخدمات المالية في إطار المنظمة
55	المطلب الثالث: نطاق تطبيق الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية
60	المطلب الرابع: التزامات الدول الأعضاء في تحرير تجارة الخدمات المالية
70	خلاصة

71	الفصل الثاني : واقع بورصات الأوراق المالية العربية
72	تمهيد
73	المبحث الأول : تقديم بورصة الأوراق المالية
73	المطلب الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية
81	المطلب الثاني : الأدوات الاستثمارية لبورصة الأوراق المالية
96	المطلب الثالث: الوظائف الإقتصادية لبورصة الأوراق المالية
99	المطلب الرابع: معايير قياس بورصة الأوراق المالية
105	المبحث الثاني : أداء بورصات الأوراق المالية العربية
105	المطلب الأول: نشأة بورصات الأوراق المالية العربية
116	المطلب الثاني :مؤشرات أداء بورصات الأوراق المالية العربية
136	المطلب الثالث:خصائص بورصات الأوراق المالية العربية
141	خلاصة
142	الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية .
143	تمهيد:
144	المبحث الأول : الإطار النظري لعملية التعاون بين البورصات
144	المطلب الأول:ماهية التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية .
150	المطلب الثاني : قياس لتعاون بين البورصات الأوراق المالية عن طريق النماذج القياسية
153	المطلب الثالث:تجارب التعاون الاقليمي في مجال بورصات الأوراق المالية .
161	المبحث الثاني : وضعية التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية
161	المطلب الاول: متطلبات التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية .
183	المطلب الثاني : التجاربالعربية في التعاونبينبورصاتالأوراقالمالية
192	المطلب الثالث: معوقات التعاون وآليات تجسيده بين بورصات الأوراق الماليةالعربية
196	المطلب الرابع: اختبار تكامل وتعاون بورصات الأوراق المالية العربية من خلال السلاسل الزمنية
205	خلاصة

206	الفصل الرابع: أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية - دراسة قياسية-
207	تمهيد:
208	المبحث الأول : موقف الدول العربية من تحرير تجارة الخدمات المالية
208	المطلب الاول: واقع تجارة الخدمات المالية العربية
221	المطلب الثاني : التزامات الدول العربية في إطار الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات
230	المبحث الثاني : قياس تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية باستخدام بانل
230	المطلب الأول: إجراءات ومنهجية الدراسة القياسية
235	المطلب الثاني : تقدير الأثر باستعمال نماذج بانل الساكنة
244	المطلب الثالث: اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات الاقتصادية الكلية في البورصات العربية
250	خلاصة
252	خاتمة
259	قائمة المراجع
274	الملاحق

قائمة الجداول

والأشكال والملامح

1- قائمة الجداول:		
الصفحة	العنوان	رقم الجدول
13	التأمين والخدمات المالية كنسبة مئوية من الواردات التجارية	(1-1)
14	التأمين و الخدمات المالية كنسبة مئوية من الصادرات التجارية	(2-1)
15	التأمين و الخدمات المالية كنسبة مئوية من الناتج المحلي	(3-1)
16	واردات الخدمات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي	(4-1)
17	صادرات الخدمات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي	(5-1)
19	تاريخ بداية التحرر المالي في بعض الدول	(6-1)
37	جولات التجارة في ظل الإتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة	(7-1)
51	مسار المفاوضات خلال الفترة 1973-1994	(8-1)
75	أنواع البورصات	(1-2)
90	أنواع عقود الإختيار	(2-2)
105	تواريخ إنضمام الدول العربية للمنظمة العالمية للتجارة	(3-2)
117	عدد الشركات المدرجة في الدول العربية	(4-2)
118	القيمة السوقية في الدول العربية (الوحدة: مليار دولار)	(5-2)
119	نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (نسبة مئوية)	(6-2)
120	عدد شركات الوساطة في بورصات الاوراق المالية العربية . (عينة الدراسة)	(7-2)
121	عدد الأسهم المتداولة في بورصات الاوراق المالية العربية . (عينة الدراسة)	(8-2)
123	قيمة الأسهم المتداولة في بورصات الاوراق المالية العربية . (عينة الدراسة)	(9-2)
124	معدل دوران الأسهم في بورصات الاوراق المالية العربية . (عينة الدراسة)	(10-2)
126	التعاملات وفقا لطبيعة المستثمر في بورصات الاوراق المالية العربية %	(11-2)
127	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي	(12-2)
130	مؤشرات الأسعار المحلية في بورصات الاوراق المالية العربية	(13-2)
133	عدد إصدارات الأسهم في بورصات الاوراق المالية العربية	(14-2)
134	قيمة إصدارات الأسهم في بورصات الاوراق المالية العربية (مليون دولار)	(15-2)
166	التطورات التشريعية والتنظيمية بين بورصات الأوراق المالية العربية . عام 2010	(1-3)
167	التطورات التشريعية والتنظيمية بين بورصات الأوراق المالية العربية . عام 2011	(2-3)

169	التطورات التشريعية والتنظيمية بين بورصات الأوراق المالية العربية .عام 2012	(3-3)
170	التطورات التشريعية والتنظيمية بين بورصات الأوراق المالية العربية .عام 2013	(4-3)
172	التطورات التشريعية والتنظيمية بين بورصات الأوراق المالية العربية .عام 2014	(5-3)
173	التطورات التشريعية والتنظيمية بين بورصات الأوراق المالية العربية .عام 2015	(6-3)
175	التطورات التشريعية والتنظيمية بين بورصات الأوراق المالية العربية .عام 2016	(7-3)
177	التطورات التشريعية والتنظيمية بين بورصات الأوراق المالية العربية .عام 2017	(8-3)
179	أوضاع القيود المفروضة على الاستثمار الاجنبي في بورصات الاوراق المالية العربية	(9-3)
180	عدد الشركات الأجنبية المدرجة في البورصات العربية	(10-3)
181	نسبة تعاملات الأجانب من التداول في البورصات العربية	(11-3)
182	تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصات العربية	(12-3)
200	مصفوفة الارتباط بين عوائد أسواق الأوراق المالية	(13-3)
201	نتائج اختبارات الاستقرارية عند المستوى لبورصات عينة الدراسة	(14-3)
202	نتائج اختبارات الاستقرارية عند الفرق الأول لبورصات عينة الدراسة	(15-3)
203	نتائج اختبار الأثر	(16-3)
204	نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى	(17-3)
209	التجارة في الخدمات في الدول العربية - عينة الدراسة (% من إجمالي الناتج المحلي)	(1-4)
210	العاملون في الخدمات في الدول العربية - عينة الدراسة - (% من إجمالي المشتغلين)	(2-4)
211	التأمين والخدمات المالية في الدول العربية - عينة الدراسة - (% من صادرات الخدمات التجارية)	(3-4)
212	التأمين والخدمات المالية في الدول العربية - عينة الدراسة - (% من واردات الخدمات التجارية)	(4-4)
216	الدول العربية المشاركة في مفاوضات تحرير التجارة البينية للخدمات والخطوات المتخذة	(5-4)
222	التزامات الدول العربية الأعضاء في منظمة التجارة العالمية في مجال تحرير تجارة الخدمات (إمكانية الوصول إلى الأسواق)	(6-4)

224	التزامات الدول العربية الأعضاء في منظمة التجارة العالمية في مجال تحرير تجارة الخدمات (المعاملة الوطنية)	(7-4)
226	إلتزامات الدول العربية الأعضاء في منظمة التجارة العالمية في مجال تحرير تجارة الخدمات (النفاز للسوق والقيود على المعاملة الوطنية)	(8-4)
233	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة	(9-4)
236	نتائج تقدير النموذج الساكن بين عائد بورصات الأوراق المالية العربية والمتغيرات الاقتصادية	(10-4)
237	نتائج إختبار فيشر	(11-4)
238	نتائج إختبار Hausman	(12-4)
239	نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت للأفراد (الدول).	(13-4)
242	إختبار وجود أو عدم وجود الأثر الثابت للأفراد(البورصات العربية)	(14-4)
242	أثر الأفراد (البورصات العربية)	(15-4)
243	أثر الزمن (السنوات)	(16-4)
244	نتائج إختبار جذر الوحدة عند المستوى	(17-4)
246	نتائج إختبارات جذر الوحدة للسلاسل عند الفروق الأولى	(18-4)
247	ملخص نتائج إختبارات جذر الوحدة لكل السلاسل الزمنية	(19-4)
247	نتائج اختبار بدروني للتكامل المشترك	(20-4)
248	نتائج اختبار كاو (Kao) للتكامل المشترك	(21-4)
249	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ باستخدام طريقة FMOLS	(22-4)

2- قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
05	أنواع الخدمات	(1-1)
13	التأمين والخدمات المالية كنسبة مئوية من الواردات التجارية	(2-1)
14	التأمين و الخدمات المالية كنسبة مئوية من الصادرات التجارية	(3-1)
15	التأمين والخدمات المالية كنسبة مئوية من الناتج المحلي	(4-1)
16	واردات الخدمات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي	(5-1)
17	صادرات الخدمات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي	(6-1)
42	موقع منظمة التجارة العالمية في الخريطة الإقتصادية العالمية	(7-1)
123	قيمة الأسهم المتداولة لبعض البورصات العربية عام 2011	(1-2)
123	قيمة الأسهم المتداولة لبعض البورصات العربية عام 2012	(2-2)
131	أسعار المؤشرات المحلية للبورصات العربية	(3-2)
132	أسعار المؤشرات المحلية للبورصات العربية	(4-2)
135	تطور قيمة إصدارات الأسهم للدول العربية (2010 - 2017)	(5-2)
210	التجارة في الخدمات	(1-4)

قائمة الملاحق:

الصفحة	العنوان	رقم الملحق
274	مؤشر صندوق النقد العربي	1-2
276	التحليل الوصفي لعينة الدراسة	1-3
277	إختبار سببية جرانجر بين السلاسل الزمنية	2-3
278	نتائج تقدير النموذج الساكن بين عائد بورصات الاوراق المالية العربية والمتغيرات الاقتصادية	1-4

ملخص الدراسة

ركزت دراستنا المعنونة بـ"واقع و أفاق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، في ظل تحرير تجارة الخدمات المالية بموجب المنظمة العالمية للتجارة"، على وضعية التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية من خلال قياس مدى تكامل البورصات العربية عينة الدراسة فيما بينها(المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، الكويت، الجزائر، مصر، المغرب، تونس، عمان، الأردن، لبنان، المنظمة إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي حتى تتمكن من الحصول على المعطيات الرقمية للدراسة، كما راعينا في إختيارنا علاقة هذه الدول بالمنظمة العالمية للتجارة، حيث إختارنا دول غير منظمة للمنظمة العالمية للتجارة، كالجزائر ولبنان ودول منظمة، وفي هذه الأخيرة ميزنا بين تلك التي قدمت إلتزامات لتحرير تجارة الخدمات مثل الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، الكويت مصر، المغرب، تونس، وبين تلك التي لم تقدم إلتزامات مثل السعودية، الأردن وعمان.)، كما تم التركيز في البحث على أفاق التعاون من خلال قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية بإستخدام مؤشر عائد بورصات الأوراق المالية، مؤشر التحرر المالي، تدفقات الإستثمار الاجنبي المباشر، ومعدل التضخم خلال الفترة ما بين 2009 – 2017، وهي الفترة التي توفرت فيها المعطيات حول كامل الدول عينة الدراسة خاصة بالنسبة لبورصة الجزائر.

سعت الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف، كالوقوف عند واقع بورصات الأوراق المالية العربية؛ تبيان مدى حاجة الدول العربية لتحقيق وتعزيز التعاون فيما بينها في مجال بورصات الأوراق المالية، قياس إمكانية تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية؛ تحديد الآلية المناسبة لإقامة تعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، وذلك بالإستفادة من التجارب الدولية الرائدة، قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، وذلك من خلال محاولة الإجابة على التساؤل التالي: **كيف يؤثر تحرير تجارة الخدمات المالية بموجب المنظمة العالمية للتجارة على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية؟**

وبناء على ما سبق قسمنا الدراسة إلى أربعة فصول بالإضافة إلى مقدمة وخاتمة، حيث تطرق **الفصل الأول** تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة، من خلال مبحثين يعرض أولها الإطار النظري لتحرير تجارة الخدمات المالية أما المبحث الثاني فخصناه للإتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية.

بينما **الفصل الثاني** تعرض إلى "واقع بورصات الأوراق المالية العربية"، فقد جاء في مبحثين؛ كان الأول تقديم لبورصة الأوراق المالية، أما الثاني فعرض وحلل أداء بورصات الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2009-2017.

أما **الفصل الثالث** فكان بعنوان واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، قُسم بدوره إلى مبحثين يتعرض الأول إلى الإطار النظري لعملية التعاون بين بورصات الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فجاء لتبيان وضعية وأهمية

التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية؛ و كذا قياس إمكانية التعاون بين البورصات عينة الدراسة وإقتراح الآلية المناسبة للتعاون فيما بينها.

أما في الفصل الرابع فقمنا بقياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية من خلال مبحثين، بين المبحث الاول موقف البورصات العربية من تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة، أما الثاني فيقيس الأثر باستخدام معطيات بانيل، وفي الختام نتأج الدراسة. الكلمات المفتاحية: بورصة الأوراق المالية، تحرير تجارة الخدمات المالية، التعاون بين بورصات الأوراق المالية، البورصات العربية.

Abstract:

The study is entitled **The STATE AND THE PROSPECTS OF THE COOPERATION BETWEEN THE ARAB STOCK EXCHANGES AFTER THE LIBERALIZATION OF TRADE IN FINANCIAL SERVICES BY WORLD TRADE ORGANIZATION "**, it shed light on how is this cooperation working , by measuring to what extent are the Arab stock markets integrated in the latter . The study focused on the following Arab countries (SAUDI ARABIA , EMIRATES , BAHRAIN, QATAR ,KUWAIT, ALGERIA , EGYPT ,TUNISIA, MORROCOW, AMAN , JORDAN ,and LEBANON), as these countries are members in the Arabic monetary fund, so the researcher was able to reach the digital data of the study .

The study took into consideration the relationship between the previous mentioned countries, and the world trade organization, without neglecting the non-members countries in World trade organization, as LEBANON and ALGERIA. The study also talked about countries which committed to liberalizing trade in services, as EMIRATES , BAHRAIN, QATAR, KUWAIT, EGYPT , MORROCOW , TUNISIA, and also countries which did not commit to , as SAUDI ARABIA , JORDAN , and AMAN . Furthermore the researcher focused on the prospects of this cooperation by measuring the impact of the liberalization of trade on the cooperation between the Arab stock markets, by using the stock market index , the financial liberalization index , direct investment flows , the inflation rate during the period between (2009-2017) _ the period in which all the data about the countries which the researcher focused on are available_ ,especially the Algerian stock market .

The point of this study is to reach a number of objectives, as studying the state of the Arab stock markets, stressing the importance of the improvement of the cooperation between them, emphasizing the possibility of achieving this cooperation, determining the adequate mechanism to make the cooperation between the Arab stock markets work successfully by benefiting from some of the successful experiences of the leading countries, and finally measuring the impact of the liberalization of trade services on the cooperation between the Arab stock markets, by answering the following question " HOW DID THE LIBERALIZATION OF TRADE IN FINANCIAL SERVICES BY WORLD TRADE ORGANIZATION INFLUENCE THE COOPERATION BETWEEN THE ARAB STOCK MARKETS ? "

The study is divided into 4 chapters in addition to an introduction and a conclusion.

The first chapter talked about the liberalization of trade in financial services by the world trade organization, by focusing on the theoretical framework of the liberalization, and also the official agreement of the liberalization of trade in financial services.

The second chapter dealt with the state of the Arab stock markets by presenting the stock markets in general, and also analyzing the performance of the Arab stock markets in the period between 2009-2017

The third chapter was entitled " the state of the cooperation between the Arab stock markets " ,and it dealt with the theoretical framework of this cooperation , as well as it talked about the importance of the cooperation between the Arab stock markets ,moreover measuring the possibility of improving the cooperation between the mentioned Arab countries , in addition to that , proposing the adequate mechanism to improve this cooperation .

The fourth chapter focused on measuring the impact of the liberalization of trade in financial services on the cooperation between Arab stock markets, by emphasizing the position of the Arab stock markets which the study focused on in the Arab world after the liberalization of trade in financial services, by the world trade organization, and also measuring its impact, by using the PANEL data.

At the end the researcher states the results of the study.

key words: stock Exchange, liberalization of financial services trade, cooperation between stock exchanges, Arab stock exchanges.

Résumé :

Notre étude intitulée: **"ETAT ET PERSPECTIVES DE LA COOPÉRATION ENTRE BOURSES ARABES DANS LE CADRE DU LIBRE ÉCHANGE DES SERVICES FINANCIERS AU SEIN DE L'ORGANISATION MONDIALE DU COMMERCE "**, s'est concentré sur l'état de la coopération des bourses arabes en mesurant le degré et le niveau d'intégration des bourses d'un échantillon de pays (ARABIE-SAUDIS, EMIRATES, BAHRAIN, QATAR, KUWAIT, ALGERIE, EGYPT, MAROC, TUNISIE, AMAN, JORDANIE, LIBAN) déjà membres dans le fond monétaire arab pour accéder facilement à leurs données numérique, comme on a essayer de choisir des pays membres dans l'OMC, et autres adhéres comme l'Algerie et le Liban, comme on a distingué entre ceux qui ont fait des démarches pour la libéralisation de leurs services comme l'Emarates, Bahrain, Qatar, Kuwait, egypt, Maroc, Tunisie, et ceux qui n'a fait aucune démarche comme l'Arabie-saudis, jordanie, Aman . L'étude s'est articulée aussi sur les perspectives de la coopération en mesurant l'impact du libre échange des services financiers sur la coopération entre les bourses arabes en utilisant l'index revenu des bourses, index de libéralisation financière, flux de l'investissement étranger directe, taux d'inflation pendant la période (2009-2017) , il s'agit d'une période caractérisé par la disponibilité des données de tous les pays de notre échantillon surtout pour l'Algerie . Cette étude visait un ensemble de buts, allant d'un diagnostic des bourses arabes, et le besoin des pays arabes à soutenir la coopération en précisant le mécanisme adéquat pour cet accomplissement, en apprenant des expériences universelles leaders dans ce domaine, mesurer aussi l'impact du libre échange des services financiers sur la coopération des bourses arabes, en répondant sur la problématique suivante: " Comment influence-t-il le libre échange du commerce des services financiers au sein de l'Organisation Mondiale du Commerce sur la coopération des bourses arabes ? " Sur la lumière de cette problématique on a adopté la méthodologie suivante en plus d'une introduction et conclusion. Notre étude s'est articulée en quatre chapitres: _ Un premier chapitre sur le libre échange des services financiers au sein de l'OMC, étudié en deux sous-chapitres, le premier consacré au cadre théorique du libre échange des services financiers, et un deuxième consacré à l'agrément général du libre échange des services financiers. _Un deuxième chapitre consacré pour l'état des bourses arabes, en deux sous chapitres: le premier montre une présentation des bourses, le deuxième présentation et analyse de la performance des bourses arabes pendant la période (2009-2017) _Un troisième chapitre intitulé " Etat de

la coopération des bourses arabes, sous deux sous-chapitres, le premier consacré pour le cadre théorique du processus de la coopération boursière, le deuxième est sur l'état et l'intérêt de la coopération des bourses arabes, ainsi qu'une mesure de la possibilité d'une coopération boursière entre les pays de notre échantillon d'étude, et une proposition d'un mécanisme adéquat pour une coopération entre ces derniers. _Un quatrième chapitre: où on a mesuré l'impact du libre échange des services financiers sur la coopération des bourses arabes en deux sous-chapitres. Le premier consacré au compartiment des bourses arabes face au libre échange des services financiers au sein de l'OMC. Le deuxième mesure cet impact par le biais des données panel. A la fin on expose nos résultats, et nos recommandations.

مقدمة عامة

توطئة:

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 التمويل إستثماراتها ورفع معدلات النمو وجذب المزيد من الإستثمارات الأجنبية، وقد إنعكس هذا الإهتمام في حركة الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية القائمة و كذا في سعيها لإنشاء بورصات جديدة.

بالرغم 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 إلى قلة الفرص المتاحة أمام المستثمرين لتنويع محافظهم، وإرتفاع درجة التركز في كل البورصات العربية نتيجة لقلة الأسهم ذات الجاذبية، وتتميز كذلك أغلب البورصات العربية بتدني عدد الشركات المدرجة بما ما يرفع من فرص التقلبات الغير المبررة في الأسعار لا سيما مع الضعف الملموس في الأطر القانونية المنظمة للإفصاح المالي وفي نظم الرقابة، الأمر الذي أدى إلى هجرة أموالها نحو بورصات عالمية أكثر تقدما، 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 ترجم في العديد من الإتفاقيات الثنائية والثلاثية بينها كحل يمكن أن يدعمها لتخطي عوائقها ويساعدها على تعبئة المدخرات في الداخل و جذب الأموال العربية في الخارج لضخها في مشاريع مشتركة.

لذا يعد التعاون بين 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.

يراهن العديد من الإقتصاديين على الدور الهام الذي يمكن أن تلعبه عملية التعاون 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 ورفع 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 التقارير الصادرة عن صندوق النقد العربي بأن عودة هذه الأموال إلى أوطانها التي هي في أشد الحاجة إليها مؤنزة بتوسيع نطاق أعمال أسواق المال العربية حتى تستطيع إستيعابها.

تماشيا 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 مطلبا أساسيا تنادي به العديد من البورصات العربية الأمر الذي يبرر إنشاء مؤسسات عربية مشتركة تعني بهذا التنسيق والتي تصبو وفق أهدافها إلى الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية والسماح بالإكتتاب والتداول في البورصات العربية لكافة المواطنين في الدول العربية إلا أنها وعلى غرار باقي تحارب التكامل السابقة عرفت العديد من العوائق أبرزها تحرير جهود المنظمة العالمية للتجارة من أجل تحرير تجارة الخدمات المالية، إن إنضمام أي دولة إلى المنظمة العالمية للتجارة، يعني تقديمها لإلتزامات تتعلق بتحرير تجارتها الخارجية ككل بغض النظر عن كونها سلعية أو خدمات، و حتى الدول التي تتفاوض للإنضمام إلى المنظمة مطالبة بتقديم عروضها بخصوص تحرير تجارتها بالتزامن مع إدخال التعديلات التشريعية التي تتلاءم وإتجاهات تحرير تجارتها السلعية والخدمية، وعليه فإن هذه النقطة تشكل تحديا أمام التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية لذلك نجد أنفسنا أمام السؤال الجوهرى لهذه الدراسة:

كيف يؤثر تحرير تجارة الخدمات المالية بموجب المنظمة العالمية للتجارة على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية؟

- وللإجابة على هذا السؤال، علينا محاولة الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:
1. إلى أين وصلت جهود المنظمة العالمية للتجارة في تحرير تجارة الخدمات المالية بين الدول الأعضاء؟ وما مدى تأثير هذا التحرير على إقتصاديات الدول؟؛
 2. ماهي الإجراءات الكفيلة بتجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية؟؛
 3. هل تنجح الدول العربية في تحقيق مستوى من مستويات التعاون بين بورصاتها للأوراق المالية؟؛
 4. ماهي التحديات التي فرضها تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية؟

الفرضيات:

1. وصلت الدول المتفاوضة على تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة إلى مستويات متقدمة من التحرر، هذا التحرير الذي كانت له إنعكاسات سلبية وأخرى إيجابية على الدول.
2. هناك العديد من الإجراءات التي يمكن تطبيقها لتحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية، تعتمد هذه الإجراءات على مدى تطور بورصات الأوراق المالية وعلى مدى مرونة قواعدها التشريعية و التنظيمية.
3. تتوفر الدول العربية على العديد من المقومات التي من شأنها تجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية.
4. التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية كغيره من مشاريع التعاون والتكامل العربية تعترضه العديد من القيود و العراقيل.

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية موضوع " واقع وآفاق التعاون العربي بين بورصات الأوراق المالية في ظل تحرير تجارة الخدمات المالية بموجب المنظمة العالمية للتجارة" من أهمية بورصات الأوراق المالية التي تلعب الدور الرئيسي في الإقتصاد المعاصر، ولا سيما في الدول العربية إذ يعتبر نشوء و تنامي بورصات الأوراق المالية من أهم التطورات الإقتصادية التي شهدتها الدول العربية، كما ظهرت الحاجة إلى إقامة إتفاقيات للتعاون بين هذه البورصات، وتفعيل تبادل الإستثمار و توسيع قاعدة التبادل بينها، كمحاولة ومحاولة للوصول إلى مراتب متقدمة بين البورصات الناشئة من جهة، ومن جهة أخرى مواكبة للتغير الدولي الجديد خاصة ما تعلق بمساعي المنظمة العالمية للتجارة إلى تحرير تجارة الخدمات المالية.

أهداف الدراسة:

- تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف:
- ✓ الوقوف عند واقع بورصات الأوراق المالية العربية؛
 - ✓ تبيان مدى حاجة الدول العربية لتحقيق وتعزيز التعاون فيما بينها في مجال بورصات الأوراق المالية.
 - ✓ قياس إمكانية تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية؛
 - ✓ تحديد الآلية المناسبة لإقامة تعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، وذلك بالإستفادة من التجارب الدولية الرائدة .
 - ✓ قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.

حدود الدراسة:

✓ **الحدود الموضوعية أو العلمية:** ركزت الدراسة على واقع التعاون العربي بين بورصات الأوراق المالية، من خلال قياس مدى تكامل البورصات العربية عينة الدراسة فيما بينها، كما تم التركيز في البحث على آفاق التعاون من خلال قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية باستخدام مؤشر عائد بورصات الأوراق المالية، مؤشر التحرر المالي، تدفقات الإستثمار الاجنبي المباشر، ومعدل التضخم.

✓ **الحدود المكانية:** تم قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية لعدد من الدول العربية: المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، الكويت، الجزائر، مصر، المغرب، تونس، عمان، الأردن، لبنان، المنظمة إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي حتى نتمكن من الحصول على المعطيات الرقمية للدراسة، كما راعينا في إختيارنا علاقة هذه الدول بالمنظمة العالمية للتجارة، حيث إختارنا دول غير منظمة للمنظمة العالمية للتجارة، كالجزائر ولبنان ودول منظمة، وفي هذه الأخيرة ميزنا بين تلك التي قدمت إلتزامات لتحرير تجارة الخدمات مثل الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، الكويت مصر، المغرب، تونس، وبين تلك التي لم تقدم إلتزامات مثل السعودية، الأردن وعمان.

➤ **الحدود الزمنية:** حتى يتسنى لنا قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية تم تحديد فترة الدراسة ما بين 2009 – 2017، وهي الفترة التي توفرت فيها المعطيات حول كامل الدول عينة الدراسة خاصة بالنسبة لبورصة الجزائر.

المنهج المستخدم:

من أجل دراسة إشكالية موضوع بحثنا، والإجابة على الأسئلة المطروحة؛ وإثبات أو نفي الفرضيات المعتمدة في الدراسة، سيتعين علينا إتباع منهجين: المنهج الإستنباطي بأداتيه الوصف والتحليل، عند وصف عملية تحرير تجارة الخدمات المالية، و تقديم بورصات الأوراق المالية، و وصف الآليات والإجراءات المعتمدة لتحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية، كما سيتم الإعتماد على أداة التحليل في تحليل واقع تجارة الخدمات المالية ومكانتها من التجارة العالمية، وعند تحليل أداء بورصات الأوراق المالية العربية، وفي بناء مؤشر قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، وتحليله.

كما سنتبع المنهج الإستقرائي في المطلب الرابع من الفصل الثالث لقياس التكامل المشترك بين بورصات الأوراق المالية العربية، وفي المبحث الثاني من الفصل الرابع الخاص بالدراسة القياسية المعتمدة على معطيات "بانيل"؛ عند قياس أثر قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، خلال الفترة (2017-2019).

الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات الأكاديمية وغيرها التي تناولت موضوع أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على الأسواق المالية بصفة عامة، ودراسات تناولت موضوع التعاون و التكامل بين بورصات الأوراق المالية العربية، إلا أن الدراسات التي جمعت بين المقاربتين في بحث واحد؛ تعتبر قليلة؛ وعليه سيتم -في هذا المقام- إستعراض بعض الدراسات القريبة من موضوع البحث:

- "إستجابة للعولمة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا" دراسة للأمم المتحدة بالإستعانة بسليمان المنذري، جورج عازر وأمل البشيشي كخبراء إستشاريين، أعدت هذه الدراسة بناء على طلب الأعضاء الثلاثة عشر في اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا، كجزء من برنامج عمل اللجنة لفترة السنتين 2002-2003، حددت الدراسة القضايا والتحديات التي تواجه البلدان الأعضاء في الإسكوا بشأن ربط البورصات الإقليمية للأوراق المالية، مع إيلاء إهتمام خاص لشتى التفاصيل التقنية على مستوى الشركات والمستويين التشريعي والتنظيمي والبنى التحتية الضرورية.

-EL HEDI, A. M. (2006). **A la recherche des facteurs**

déterminants de l'intégration internationale des marchés

boursiers: une analyse sur données de panel. Economie appliquée ,

عملت هذه المقالة على تحديد العوامل المؤثرة في التكامل المالي الدولي للأسواق المالية، من تطبيق نموذج دولي لتسعير الأصول المالية ل 30 دولة منها 10 دول متطورة و 20 من الدول الناشئة. تظهر هذه الدراسة أن مستوى الانفتاح التجاري ومستوى الاندماج في التجارة العالمية له تأثير إيجابي على تكامل الأسواق المالية قيد الدراسة، أما العاملان الأساس في التكامل مع الدول المتقدمة هما الاستقرار السياسي والاستقرار الاقتصادي.

- يايسي لياس، الآثار المحتملة لتحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المصرفي الجزائري وفقا للإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2012-2013،

تناولت الدراسة الآثار المتوقعة لتحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المصرفي الجزائري وفقا للإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، وتوصلت إلى أنه في المدى القصير، سيتعرض القطاع المصرفي الجزائري إلى منافسة غير متكافئة مع البنوك الأجنبية مما يسفر على إفلاس البنوك الصغيرة و الضعيفة ، أو إندماجها مع البنوك الأجنبية.

-Abidemic. and all, **Financial Openness and Capital Market Development Empirical Review of Selected West African Countries Financial Openness and Capital Market Development Empirical Review of Selected West African Countries**, Journal of Economics and Sustainable Development, ISSN 2222-1700 (Paper) ISSN 2222-2855 (Online) Vol.4, No.16, 2013

. عملت هذه الدراسة على تحديد الآثار الرئيسة للانفتاح المالي على تطوير الأسواق المالية في ثلاث دول من غرب إفريقيا نيجيريا وغانا وساحل العاج باستخدام تقنية الانحدار البيانات البانل المطبقة على المعطيات السنوية خلال الفترة من 1988 إلى 2010، حيث تم التقدير بطريقة الآثار الثابتة والآثار العشوائية، من نتائجها أن الانفتاح المالي في هذه المنطقة يعزز تطوير أسواق رأس المال المحلية وأن الالتزامات الأجنبية لها صلة مباشرة الأسواق المالية المحلية.

- عبد الغني دادان، كروش راضية، دراسة محددات تكامل أسواق الأوراق المالية حالة دول شمال إفريقيا (مصر، تونس، الجزائر، المغرب)، المجلة الجزائرية للعملة و السياسات الإقتصادية، العدد 6، 2015، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تكامل أسواق الأوراق المالية الدول شمال إفريقيا، وكذا البحث عن العوامل المحددة التكامل هذه الأسواق، من أجل ذلك اعتمدنا على بيانات شهرية لعوائد أسواق الأوراق المالية خلال الفترة 2008-2014، لعينة مكونة من أربع أسواق متمثلة في كل من مصر، تونس، الجزائر، المغرب. بغية دراسة تكامل هذه الأسواق فقد اعتمدنا على اختبار التكامل المشترك لجوهانسن والذي أثبت أن هذه الأسواق منفصلة فيما بينها، ومحاولة لمعرفة سبل التقارب بين هذه الأسواق تم اختبار العوامل المؤثرة على علاقة التكامل فيما بينها، من خلال أربع عوامل وهي الانفتاح التجاري، والاستثمار الأجنبي المباشر، تدفق الأموال الأجنبية والتضخم، مستخدمين نموذج panel والذي بين أنه لكل من تدفقات رؤوس الأموال والانفتاح التجاري والاستثمار الأجنبي المباشر تأثير إيجابي على التكامل المالي على عكس التضخم والذي هو بعلاقة عكسية معه.

- عبد الله بن الضب، إختبار التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية-دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات البانل لدول GCC خلال الفترة 2005-2014. مذكرة دكتوراة في العلوم الإقتصادية، تخصص

إقتصاد كمي، جامعة تلمسان، الجزائر، 2016/2017، سلطت الضوء على تكامل الأسواق المالية الخليجية مع بعضها البعض باستخدام اختبار شبه التكامل أو التكامل المتزامن في ظل بيانات البافل بشكل رئيس بالإضافة إلى تطبيق منهج التكامل وفق أسلوب السلاسل الزمنية استخدمنا عدة بيانات تاريخية بيانات يومية بالنسبة لمؤشرات الأسهم خلال الفترة من 2007 / 02 / 22 إلى غاية 2012 / 02 / 22 (1305 مشاهدة)، كما تم الاعتماد على البيانات السنوية خلال عشر سنوات والممتدة من سنة 2005 إلى غاية 2014، لمؤشرات أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، مؤشر حجم الصادرات، مؤشر حجم الواردات، معدل الفائدة، صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل سعر الصرف- شملت بيانات الدراسة دول مجلس التعاون لدول الخليج، خلصت الدراسة إلى وجود ارتباط بين أسعار أسهم البورصات الخليجية وعوائدها، كما أن هناك علاقة سببية بينها وبين الناتج المحلي الإجمالي، مما يعزز دور البورصات الخليجية في تمويل التنمية، أما بالنسبة لأهم محددات تكامل البورصات في الانفتاح التجاري مع استثناء معدل الصرف، كما توجد علاقة تكامل متزامن بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية.

أما ما تضيفه دراستنا فيتلخص في أنه:

- تم التطرق بشيء من التفصيل لأداء البورصات العربية عينة الدراسة خلال الفترة 2009-2017؛
- تم إختبار التكامل المشترك بين بورصات الأوراق المالية عينة الدراسة؛
- تم بناء مؤشر لقياس قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.

أقسام الدراسة:

تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول بالإضافة إلى مقدمة وخاتمة، حيث يتناول **الفصل الأول** تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة، من خلال بحثين يعرض أولها الإطار النظري لتحرير تجارة الخدمات المالية أما المبحث الثاني فخصناه للإتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية.

بينما **الفصل الثاني** الذي يتناول "واقع بورصات الأوراق المالية العربية"، فقد جاء في بحثين؛ كان الأول تقديم لبورصة الأوراق المالية، أما الثاني فعرض وحلل أداء بورصات الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2009-2017.

أما **الفصل الثالث** والذي جاء بعنوان واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، قُسم بدوره إلى بحثين يتعرض الأول إلى الإطار النظري لعملية التعاون بين بورصات الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فجاء لتبيان

وضعية وأهمية التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية؛ و كذا قياس إمكانية التعاون بين البورصات عينة الدراسة وإقتراح الآلية المناسبة للتعاون فيما بينها.

وجاء **الفصل الرابع** ليقبس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية من خلال مبحثين، بين المبحث الاول موقف البورصات العربية من تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة، أما الثاني فيقيس الأثر باستخدام معطيات بانيل، وفي الختام نتائج الدراسة.

الفصل الأول

تحرير تجارة
الخدمات المالية في إطار
المنظمة العالمية
للتجارة

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

تمهيد :

نتج عن مؤتمر بريتين وودز إعادة تنظيم المبادلات النقدية و المالية الدولية من خلال صندوق النقد الدولي والبنك العالمي لكن بقي العالم بحاجة إلى من ينظم العمليات التجارية و على هذا الأساس جاءت فكرة إنشاء المنظمة العالمية للتجارة في 1947 و الصادرة عن ميثاق هافانا، إلا أن هذه المبادرة لم تلق تأييدا من طرف الدول الصناعية فكان مصيرها الفشل لتحل محلها في 30 أكتوبر 1947 الإتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة GATT التي دخلت حيز التنفيذ إبتداءا من 1948/01/01 فشهد العالم عدة جولات تفاوضية حول تحرير التجارة في السلع إلى أن جاءت جولة الأوروغواي لمراجعة النقائص التي سادت طيلة الجولات السابقة للأوروغواي حيث أدرج في هذه الجولة عدة قضايا لم تطرح من قبل كتجارة الخدمات و السلع الزراعية، إضافة إلى خلق نظام تجاري عالمي جديد ألا و هو المنظمة العالمية للتجارة التي أسند إليها الإشراف على تنفيذ كافة الإتفاقيات الموقع عليها، فض المنازعات التجارية القائمة و كذا تنظيم جولات مفاوضات دولية أخرى لتحقيق المزيد من تحرير التجارة العالمية بإزالة كافة القيود الجمركية المفروضة عليها حتى توسع عمليات التبادل التجاري للسلع و الخدمات، و فيما يتعلق بهذه الأخيرة ظهرت الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات GATS التي تعد الإتفاقية الوحيدة التي تغطي التجارة الدولية في الخدمات.

شملت هذه الإتفاقية عدة أنواع من الخدمات كان من أهمها الخدمات المالية وهذا ما سنتطرق إليه من خلال هذا الفصل بالتعرض إلى:

المبحث الأول : الإطار النظري للتجارة الدولية في الخدمات المالية

المبحث الثاني: الإتفاقية العامة لتحرير التجارة في الخدمات المالية

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

المبحث الأول : الإطار النظري للتجارة الدولية في الخدمات المالية

شهد العالم مع نهاية الألفية الثانية و بداية الألفية الثالثة تحولات و تغيرات جذرية تمت بصورة سريعة ومتلاحقة رسخت في مجموعها مسيرة التدويل الاقتصادي، تجسدت هذه المسيرة من خلال زيادة معدلات التجارة الدولية ومنها تجارة الخدمات و الخدمات المالية على وجه الخصوص الأمر الذي دفع بالدول و على رأسها الدول المتقدمة إلى العمل على تنظيمها و إزالة كافة العوائق التي تقيدها، هذا ما سنتطرق إليه فيما يلي.

المطلب الأول: ماهية الخدمات المالية

تعتبر الخدمات من المصطلحات الاقتصادية التي يصعب تحديد مفهومها بشكل دقيق وذلك للمواصفات التي تتميز بها والتي يمكن تلخيصها في النقاط الأساسية التالية¹:

* كلمة خدمة توشي بشيء معنوي أكثر منه مادي وغالبا ما يستخدم لفظ منتج للتعبير عن الخدمة ومن ذلك منتجات مالية.

* كلمة خدمة لا تشمل قطاع معين، و إنما تمتد إلى عدة قطاعات، أي أن قطاع الخدمات متنوع جدا.

* لطالما اعتبرت الخدمة متعلقة بالعنصر البشري و لكن هذا المفهوم تغير في وقت طغت فيه الآلة ميدان الخدمات.

* كل من الخدمة و السلعة تؤدي نفس الغرض ألا و هو إشباع حاجيات المستهلك.

أولاً- تعريف الخدمات: معظم التعاريف الشائعة للخدمات تنطلق من محاولة التمييز بينها و بين السلع، على أساس الخصائص المادية واللامادية و إمكانية التخزين أو لا لكل منهما، و كذا مدى تزامن الإنتاج و الاستهلاك، إلا أن التطورات التكنولوجية الهائلة قللت من فعالية هذه المعايير التقليدية مثل تسليم الخدمات عن بعد بواسطة وسائل الاتصال الحديثة، كذلك تخزين المعلومات بواسطة الحاسب الآلي و فيما يلي نورد أهم ما ورد من تعريفات:

- فعل ينشأ عن نشاط إنتاجي يؤدي إلى تغير حالة المستهلك أو وضعه².
- مخرج يتم إنجازه بتظافر مجموعة من عوامل الإنتاج، وقد تكون الخدمات مخرجات نهائية يستفيد منها المستهلك مباشرة مثل خدمات نقل الأفراد، وخدمات الاتصالات وخدمات الصحة والتعليم، وقد تكون الخدمات ذاتها بمثابة مدخلات في عملية الإنتاج أو عملية التوزيع مثل خدمات التخزين أو نقل البضائع³.

¹ -Michel long lois et Gérard toquer, marketing des services, le défire national, morin édition, canada, 1992, p22-23.

² - سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظير و التنظيم، بدون طبعة، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة مصر 1991 ص 295.

³ - المرجع السابق ص 295.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

• أي فعل أو أداء يقدمه أحد الأطراف إلى طرف آخر، ويكون بالأساس غير ملموس، ولا ينجم عنه تملك أي شيء، و إنتاجه قد يكون مقرونا بمنح مادي أو لا، وهذا التعريف يقترب إلى حد كبير مع تعرف الخدمة من الناحية التسويقية باعتبارها: "تصرفات وأنشطة تقدم من طرف الآخر، وهذه الأنشطة غير ملموسة ولا يترتب عنها نقل ملكية شيء، كما أن تقديم الخدمة قد يقترب أولاً عند تقديمها بمنتوح مادي".¹

تكمن مشكلة تعريف الخدمات في الطبيعة غير المتجانسة للأنشطة الخدمية فمن الصعب الجمع بين النقل الجوي والاستشارات الإدارية والمطاعم والدفاع القومي في تعريف واحد، ولعل هذا ما دفع البعض إلى تعريف الخدمات من خلال حصر الصناعات التي يتضمنها هذا القطاع، كما لجأ آخرون إلى تعريف صناعة الخدمة باعتبارها "الصناعة التي يتفاعل فيها العمل برأس المال البشري ويقومون من خلال أعمال مادية أو أعمال ذهنية بالاستعانة برأس المال المادي بإنتاج أنشطة تؤدي إلى إحداث تغيير المتلقي الخدمة سواء كان مستهلكاً أو منتجاً لسلع معينة وهذا التغيير يهدف إلى تحقيق منفعة لذلك المتلقي".²

مما سبق يمكن تعريف الخدمات على أنها تلك الأنشطة الاقتصادية التي تمدنا بمنفعة الشكل والمنفعة الزمنية والمكانية، وهو ما يحدث تغييراً في حالة المستلم لهذه الخدمة، وقد تنج الخدمة بواسطة المنتج أو المستلم أو بتفاعل المنتج والمستلم معا .

ثانياً- تصنيف الخدمات:

مما سبق نلاحظ أن الخدمات كمنشآت إقتصادية لا يوجد لها تعريف محدد، و لا يزال الجدل قائماً بين الإقتصاديين بشأنه، و لهذا نجد أن "معظم الدول تعتمد في تحديد مفهومها للخدمات على أكثر من معيار ينصرف إلى تصنيف الخدمات"³، و يمكن إيجاز أهم التصنيفات التي وردت للخدمات من خلال الشكل الموالي:

¹ - وصاف عتيقة، أثر تحرير تجارة الخدمات على التجارة الخارجية في الدول العربية مع الإشارة إلى حالة الجزائر (1999-2009)

،ملكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة ص 4.

² - حنان محمد علي جلي، إتفاقيات تحرير التجارة الدولية و تأثيرها على قطاع الخدمات مع التطبيق على مصر، مذكره ماجستير في العلوم

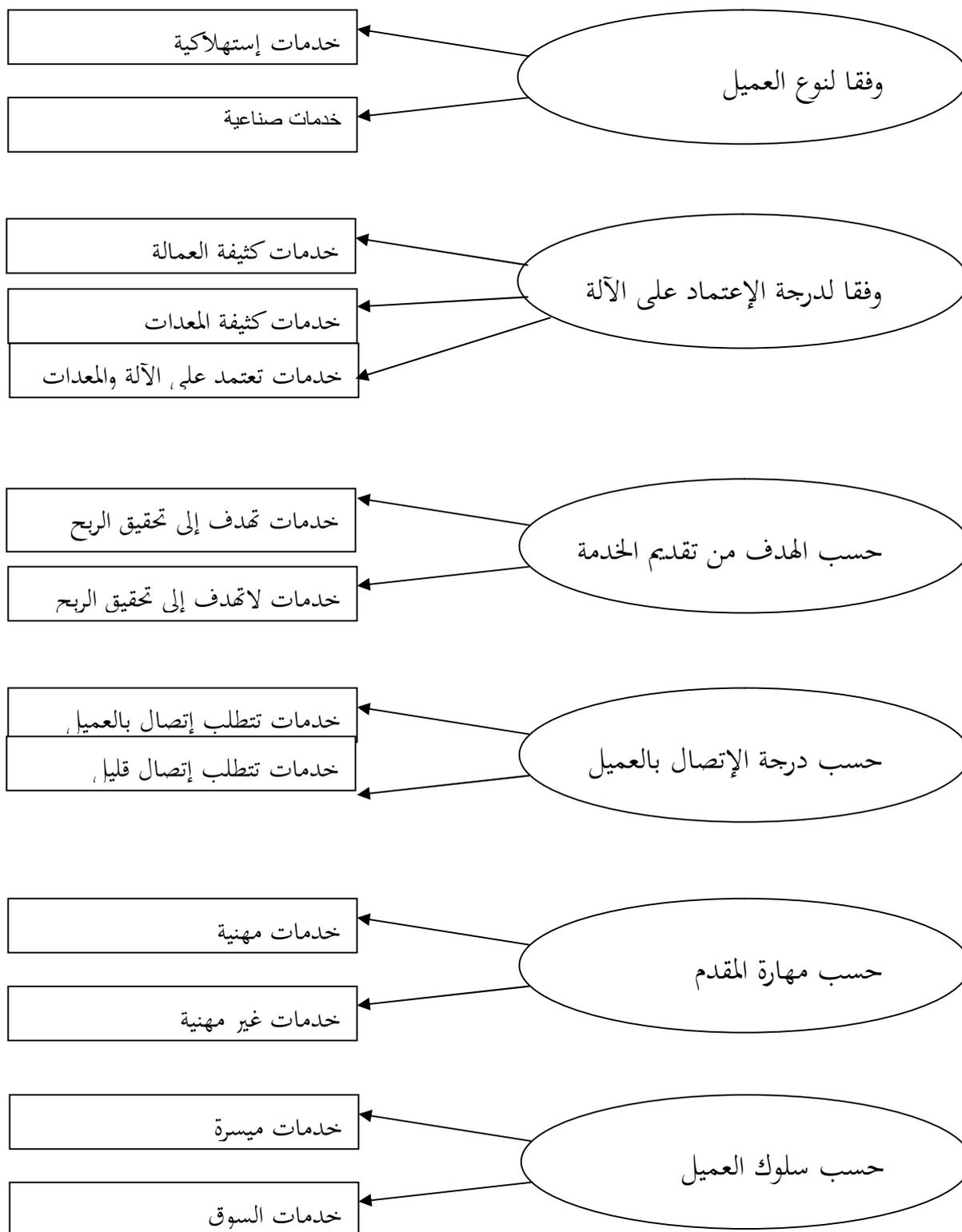
الإقتصادية كلية التجارة جامعة عين شمس (مصر) 1978 ص 70.

³ - إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، تأثير تحرير الخدمات المصرفية على التنمية الإقتصادية، بدون طبعة، دار الفكر و القانون للنشر و التوزيع

المنصورة مصر 2011 ص 29.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

الشكل رقم (1-1): أنواع الخدمات



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على :

إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد ، تأثير تحرير الخدمات المصرفية على التنمية الإقتصادية، مرجع سبق ذكره ص ص 29_30.

حسن عبيد، الإتفاقيات العامة للتجارة في الخدمات أوراق إقتصادية، مركز البحوث والدراسات الإقتصادية و المالية القاهرة.

الفصل الأول:————تحريير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

ثالثا- تعريف الخدمات المالية:

لا تختلف الخدمة المالية في تعريفها عن تعريف الخدمة بشكل عام ، إلا فيما يتعلق بالخصائص التي يتصف بها النظام المالي الذي يعتبر من المكونات الأساسية والاقتصادية لأي دولة فهو يزود المجتمع بخدمات أساسية نلخص أهمها في :

- **الائتمان:** لتمويل شراء السلع والحصول على الخدمات وتمويل الاستثمارات الرأسمالية , دفع المستحقات وأداء الالتزامات .
 - **خلق النقود :** حيث ينشأ عن نظام الائتمان و أداء الالتزامات عن طريق وسائل الدفع المبتكرة.
 - **الادخار:** يؤدي النظام المالي إلى خلق منافذ للادخار سواء من جانب الأفراد أو المؤسسات مما يؤدي إلى تأجيل الاستهلاك في الوقت الحاضر والاتجاه نحو الاستثمار.
 - **التأمين :** ويقصد به التأمين بكل أنواعه كالتأمين على الحياة .
- من أمثلة الخدمات المالية ما يلي¹ :

- خدمات الودائع والحسابات الجارية بمختلف العملات.
- خدمات الائتمان والحفظ وإدارة الأمانة.
- خدمات تنفيذ الوصية و إعادة النظر في تخطيط الممتلكات.
- التداول (شراء وبيعاً) للأسهم والسندات والمشتقات من خيارات ومستقبليات والعقود الآجلة.
- التسهيلات والتسليفات و الكفالات وتوفير النقود والسيولة.
- عمليات تحويل العملات والتداول للمعادن النفيسة.
- خدمات التأمين على الحياة وحسابات التقاعد.
- التوظيف المالي في الأسهم والسندات من خلال صناديق الاستثمار العالمية والمحلية .
- إدارة المحافظ المالية بما تتميز به من توافر السيولة والعائد الأفضل الذي يحقق الربحية والتنوع في المخاطر.
- الخدمات الاستشارية المالية والتخطيط المالي و الضريبي.
- الخدمات الشخصية مثل ترتيبات السفر والحجز والانتقالات.
- إدارة الممتلكات العقارية وتقديم الاستشارات العقارية

1 - سليمان شكيب الجيوسي، محمود جاسم الصميدعي ، تسويق الخدمات المالية ، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع (لأردن) 2009 ، ص37.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- فتح الحسابات المصرفية في الخارج.
- ترتيب وتديير عمليات التمويل الشخصي.
- إتاحة القروض بمختلف العملات.
- إنشاء وتقديم الخدمات للشركات المختلفة مثل تمويل التجارة و القروض والمساهمات.
- خدمات الحسابات الشامل، وهي الخدمات التي تجمع بين الحساب الجاري كامل الخدمات والتحويل اليومي للأموال الزائدة عن رصيد مستهدف إلى بديل استثماري يختاره العميل بعناية
- خدمات الوساطة وإجراء عمليات المقاصة بين حسابات العملاء.
- خدمات حساب تخصيص الأصول من خلال توزيع ثروة العميل على بدائل الاستثمار التي يفضلها.

"فالخدمة المالية هي أي نشاط أو منفعة أو أداء له طبيعة مالية، يقدمه طرف إلى طرف آخر، يخضع لتشريعات أو أنظمة أو تعليمات صادرة من قبل مؤسسة عامة تمارس سلطة تنظيمية أو رقابية منحت لها بموجب القوانين المعمول بها في دولة معينة"¹

و مما سبق يمكن القول أن الخدمة المالية هي أي خدمة ذات طابع مالي يقوم بتقديمها مقدم خدمات مالية، هذا الأخير الذي يمكن أن يكون شخص طبيعي أو معنوي.

رابعاً- الخدمات المالية الدولية :

إن التعريف السابق للخدمات المالية كان على المستوى المحلي بينما الخدمات المالية الدولية فهي تأخذ إحدى الصورتين:²

- **الصورة الأولى:** تقديم الخدمات المالية بواسطة مؤسسة في دولة ما إلى مستهلك للخدمة في دولة أخرى (أي تقديم الخدمات المالية عبر الحدود).

- **الصورة الثانية:** تقديم الخدمات المالية من خلال إنشاء شركات تابعة أو فروع بنكية أو وكالات بواسطة المؤسسات المالية المقيمة في دولة أخرى وذلك في أراضي الدولة المضيفة لهذه الفروع، وهذا الشكل يرتبط بالاستثمار الأجنبي المباشر.

وقد انتشرت الصور السابقة بشكل واضح في معظم دول العالم، ومن أهم الصيغ التي أخذتها³:

¹ - سليمان شكيب الجيوسي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² - سامي السيد باهر، علم الاقتصاد الدولي، بدون طبعة، الدار الجامعية - الإسكندرية - 2003 - ص 57.

³ - صفوت عبد السلام عوض الله، الجات و منظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، بدون طبعة، دار النهضة العربية - القاهرة - 2002 - ص 23.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- خدمات المعاملات المتعلقة بالمدفوعات مثل: الشيكات، الأوامر الدائمة، التحويلات البنكية، تقديم بطاقة المدفوعات visa card والبطاقات الائتمانية الأخرى.
- الإنجاز والتعامل في العملات الأجنبية و المحلية.
- التمويل الذي يشمل الاعتمادات التصديرية و القروض الاستهلاكية والكمبيالات.
- خدمات تدبير السيولة و الاعتمادات المالية .
- خدمات الإيداع والادخار مثل: الحسابات الجارية، وحسابات الشيكات، وحسابات الادخار والإيداع لاستثمار أو الإيداع بفوائد عالية وكذلك الحسابات الدائنة.
- الاستثمار والائتمان وحفظ الودائع وإقامة المشروعات أو المشاركة بأسهم محددة.
- خدمات أنشطة المبادلات والقائمة على خدمة العميل أثناء وجوده في الخارج وتوفير أموال له أو تأمين تواجد أمواله الموجودة في الخارج خاصة إذا كانت هناك أنظمة صرف مقيدة تطبقها السلطة النقدية المحلية، والتي قد تمنع العميل من حيازة النقد الأجنبي، وهي خدمات تقوم على السرية التامة بين العميل وبنكه حفاظا على ثرواته ومعاملاته التجارية خارج دولته.
- خدمات إصدار خطابات الضمان والسحب على المكشوف والإقراض بضمان شهادات الادخار والودائع و الأصول.
- خدمات إدارة الأصول أو تكوين محفظة أصول وفقا لاحتياجات كل عميل وبما يحقق مخاطر اقل مع عائد أكبر وسيولة وسرية تامة في ذات الوقت من خلال المضاربة والتعامل في الأصول المالية والعينية عبر البورصات الدولية.
- الاستشارات والمشورات المتخصصة وأي خدمات مالية شخصية أخرى تقدمها البنوك التجارية الدولية للعملاء.
- كل هذه الخدمات السابقة تقوم بتقديمها البورصات الدولية، شركات السمسرة، البنوك التجارية الدولية وبجانبيها أيضا مجموعة من الشركات دولية النشاط أو متعددة الجنسيات ذات الفروع الكثيرة والمؤسسات المتخصصة .

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

المطلب الثاني: أهمية تجارة الخدمات المالية الدولية

بالرغم من المكانة البارزة التي تحتلها تجارة الخدمات، إلا أنها لم تأخذ حظاً وافراً من جانب الاقتصاديين الذين أولوا تجارة السلع أهمية تفوق تجارة الخدمات واعتبروا هذه التجارة الأخيرة بمثابة تجارة تابعة أو مكملية لتجارة السلع أكثر من كونها تجارة قائمة بذاتها تدر دخلاً وفيراً على دول العالم، ومعظم المفكرين الاقتصاديين لم يعبروا عن تجارة الخدمات بصورة منفصلة عن تجارة السلع إلا في السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي، بعد المناقشة بتحرير تجارة الخدمات على المستوى الدولي.

أولاً- النظريات المفسرة للتجارة الدولية في الخدمات:

سوف نتعرض فيما يلي لمفهوم تجارة الخدمات بمختلف أنواعها لدى كل من الفكر التقليدي و الفكر المعاصر، لتوسيع وفهم تجارة الخدمات المالية بشكل عام.

1- مفهوم تجارة الخدمات في الاقتصاد الكلاسيكي¹:

ينظر معظم المفكرون الاقتصاديون التقليديون للتجارة في الخدمات على أنها لا تمثل بالنسبة لهم أي عمل منتج، ومن ثم لا تضيف للثروة أي شيء، وأن تجارة السلع وحدها تضيف للثروة وتؤدي إلى الإنتاج وتدر دخلاً وتعتبر نشاطاً نافعا .

فرق آدم سميث مؤسس المدرسة الكلاسيكية بين العمل المنتج والعمل غير المنتج، حيث رأى من وجهة نظره أن العمل المنتج هو الذي يظهر في صورة مادية ملموسة أو سلعة يمكن بيعها، و بالتالي يستبعد الخدمات من دائرة الأعمال المنتجة والتي لا تمثل فائداً، كما أنها غير معمرة، فهي تستهلك فور أدائها، وبالتالي يخرج المهنيون من الدائرة المنتجة لاعتبار ما يقدمونه من خدمات يتلقون عنها أجراً ولا يضيفون لرأس المال شيئاً، ولم يستثنى من تلك الطائفة سوى طبقة التجار الذين يملكون المتاجر، وبالطبع تخرج طبقة العمال الذين يعملون لديهم من هذا الاستثناء.

أما دافيد ريكاردو 1871 فحاول الربط بين المنفعة والقيمة²، واعتبر أن السلعة عديمة المنفعة هي سلعة عديمة القيمة، وأنكر دور الأنشطة الخدمية في زيادة الدخل القومي، وهذا ما أثار العديد من الانتقادات إليه وإلى آدم سميث خاصة وأنه استبعد الفئات المهنية التي كانت تمثل حوالي ربع النشاط الاقتصادي في القرن الثامن عشر،

¹ - رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية وفقاً لاتفاقية الجات في مجال الخدمات (GATS)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي الإسكندرية (مصر) 2007، ص ص، 100-117.

² - رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية و أثر إنضمام مصر لاتفاقية الجات في مجال الخدمات (GATS)، مرجع سبق ذكره، ص ص، 100-117.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

كما أن النشاط الاقتصادي لا بد أن يشتمل على الإنتاج بصورتيه السلع والخدمات وصعب الفصل بينهما في معظم الأنشطة الاقتصادية .

كما أكد كارل ماركس أن الخدمات الرأسمالية¹ تكون منتجة بصفة عامة، أي أنها يمكن أن تخلق فائض قيمة، و لكنه وجد أن هذا قد يتعارض مع نظريته في فائض القيمة التي تقوم على العمل الأجرى دون غيره، و من ثم بدأ يفكر في رفع هذا التعارض حيث لجأ إلى تقسيم رأس المال إلى قسمين هما الإنتاج و التداول، و اعتبر في النهاية أن الخدمات التمويلية ليس لها دور مستقل في خلق القيمة².

أما ساي فقد رفض نظرية العمل المنتج، و اعتبر الأنشطة النافعة هي التي تحقق إشباعا للمستهلك و اعترف بالخدمات، و بذلك أدخل لأول مرة تجارة الخدمات في دائرة المنفعة، و اعتبرها إنتاجا على الرغم من أنها أعمال غير مادية، و في نهاية القرن التاسع عشر جاء أتريد مارشال مؤسس المدرسة الكلاسيكية الحديثة، و نظر إلى تجارة الخدمات على أنها عمل نافع يشبع الحاجات و اعتد عمل خدم المنازل والأعمال الإدارية، و أدخلهما ضمن حساب الدخل القومي.

2- مفهوم تجارة الخدمات في الاقتصاد المعاصر:

يكاد يجمع الفقه الاقتصادي المعاصر على اعتبار تجارة الخدمات عملا منتجا مثلها في ذلك مثل تجارة السلع، و بناء على ذلك فإن تجارة الخدمات تمثل شكل من أشكال الثروة التي تدر دخلا اقتصاديا للدولة، لكن الأمر الذي اختلف فيه هذا الفقه هو تحديد الفروق أو الحدود الفاصلة بين السلعة و الخدمة، و تحديد الدور الذي تلعبه الخدمات في نطاق التجارة الدولية .

وقد ذهب بعض الاقتصاديين إلى التفرقة بين السلعة و الخدمة على أساس أن الأولى تمثل شكلا ماديا ملموسا بينما تقدم الثانية في صورة غير ملموسة، و قد اعترف الفقه الاقتصادي بأهمية الخدمات و دورها في الحسابات القومية بوصفها القطاع الثالث للأنشطة الاقتصادية و يرى فيشر أن الأنشطة الاقتصادية تكون من ثلاثة قطاعات: تشكل الزراعة و استخراج المعادن القطاع الأول، و القطاع الثاني يشمل على الصناعة و تحويل المواد الخام، أما القطاع الثالث فيشتمل على مجال واسع من الأنشطة الخدمات، و هي تحصر في خدمات النقل و التجارة و التعليم و الحرف و الفلسفة، و هي قطاعات تؤدي إلى جذب رؤوس الأموال و لا تقل أهمية عن القطاعين الأول و الثاني.

¹ - كما يسميها ماركس رأس المال التمويلي أو الخدمات التجارية و من أبرزها البيع و التسويق و الخدمات البنكية و المصرفية أنظر:

- إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد ، تأثير تحرير الخدمات المصرفية على التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره ص 43.

² - المرجع السابق ص 43.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

أما كلارك فقد حدد القطاع الأول بالزراعة والغابات والصيد، والقطاع الثاني يحتوي على الأنشطة الصناعية وتم فيه تحويل عناصر الإنتاج إلى منتج، وحاول التضييق من قطاع الخدمات لكنه أضاف إليه خدمات الإنشاءات والمنافع العامة والخدمات الشخصية والخدمات الحكومية والاتصالات، وهي كلها مجالات إنتاجية مثلها مثل السلع، أي تمثلت مساهمته في نظرية القطاع الثالث، لكن فورستيه أخذ معيارا خاصا لتحديد الأنشطة في كل قطاع من القطاعات الثلاثة على أساس معدل الإنتاجية، فالأنشطة ذات الإنتاجية المتوسطة تدخل في القطاع الأول، و الأنشطة ذات الإنتاجية المرتفعة تدخل في القطاع الثاني، و الأنشطة ذات الإنتاجية البطيئة أو عديمة النمو تدخل في القطاع الثالث.

و من خلال استعراض النظريات السابقة و آراء مجموعة من الإقتصاديين إتضح إسهام الخدمات في العملية الإنتاجية و بالتالي فإن دورها في التنمية الإقتصادية لم يعد محل شك.

ثانيا- خصائص التجارة الدولية في الخدمات و تصنيفاتها:

تنقسم التجارة في الخدمات عموما بثلاث خصائص أساسية تميزها عن التجارة في السلع تتمثل في¹:

1- إن عمليتي إنتاج الخدمات واستهلاكها يجب أن تتم في نفس الوقت و نفس المكان و من خلال توافر حد أدنى من الاتصال المباشر بين منتج الخدمة ومستهلكها هذا ما كان سائد لمدة طويلة ، غير أنه في الوقت الحاضر يمكن أن يتم هذا في مكانين مختلفين وبين طرفين لا يوجد بينهما اتصال مباشر، وعليه فان انتقال عناصر الإنتاج ورأس المال والعمل والمعرفة تعد مكونات أساسية من مكونات التجارة الدولية في الخدمات.

2- إن أنشطة الخدمات تقوم بتنظيمها السلطات الوطنية سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أي هناك تدخل من طرف الدولة في سوق الخدمات مثل خدمات البنوك والتأمين والمهن الحرة...، حيث يخضع عارضو تلك الخدمات لقيود كثيرة ، وتعد اللوائح من التقاليد الراسخة في قطاع الخدمات ويتم وضعها الضمان لتحقيق الأهداف الأساسية المشروعة.

3 - الصفة الثالثة ترتبط بالصفة الثانية وتتمثل في أن معظم العوائق في مجال تجارة الخدمات نابعة من اللوائح الحكومية وليست نابعة من عائق التكلفة الذي يطبق على الموردين الأجانب مثل فرض رسوم جمركية على السلع ، ولذلك السبب فان الافتراض القائل بإمكانية إزالة القيود في الأجل الطويل والقابل للتحقيق كما في مجال التعريفية الجمركية في حالة التجارة في السلع ليس صحيحا بالنسبة للتجارة في الخدمات لأن هذه العوائق هي عوائق إدارية بحتة.

لقد تعددت المعايير والطرق التي تصنف التجارة الدولية في الخدمات ومن بين أهم هذه المعايير ما يلي¹:

¹ - سامي أحمد محمد مراد دور إتفاقيات الجات في تحرير تجارة الخدمات الدولية في رفع كفاءة إدارة الخدمات المصرفية، الطبعة الأولى، المكتب العربي للمعارف القاهرة مصر 2005 ص 54.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- المعيار القائم على نوع أو شكل التجارة في الخدمات :

يعتمد هذا المعيار على الشكل الذي تتخذه التجارة الدولية في الخدمات والتي قد تتخذ أحد الأشكال التالية :

- خدمات متعلقة بالاستثمار : كالخدمات البنكية والخدمات المهنية وخدمات التوظيف وخدمات الفنادق .

- خدمات متعلقة بالتجارة : مثل خدمات النقل البحري والجوي والبري .

- خدمات متعلقة بالتجارة والاستثمار : مثل الاتصالات اللاسلكية والتأمين وخدمات الكمبيوتر والتعليم والخدمات الصحية والخدمات التي تقدم استشارات فنية وهندسية.

- المعيار القائم على انتقال كل من عارضي وطالبي الخدمة :

يعتمد هذا المعيار على حركة تنقلات كل من عارضي وطالبي الخدمة وفقا لنوع الخدمة ، والتي قد تحتاج أو لا تحتاج لهذه التنقلات ، ووفقا لما تقدم نجد أن التجارة الدولية في الخدمات أدت إلى ظهور ونمو الاستثمار الأجنبي المباشر في كثير من الدول، وهذا لأن توفر انتقال مختلف الخدمات عبر الحدود يسهل الكثير من العوائق التي كانت تشكل حاجز أمام الاستثمار الأجنبي المباشرة بسبب العديد من العوامل لعل من أهمها حرية انتقال رؤوس الأموال . وبالتالي كان لابد من إزالة كافة الحواجز من أجل زيادة رقعة هذا الاستثمار، وتمثل هذه الحواجز في قيام الدول بتطبيق السياسة الحمائية لتجارها الداخلية ، والتي قد تعوق هذا الاستثمار كأن تشترط في قوانينها مجموعة من الإجراءات واستخراج تراخيص الاستيراد والحصول على بعض الشهادات أو اشتراط حد معين الرأس المال الأجنبي ، وأخيرا اكتساب الخبرة ومهارات معينة في التجارة الخدمية التي تقام على أراضي هذه الدولة .

ثالثا - مساهمة تجارة الخدمات المالية في التجارة الدولية : يختلف توزيع تجارة الخدمات من منطقة

إلى أخرى، ومن دولة إلى أخرى، و يعود السبب في ذلك إلى مستوى التطور في هذه الدول، فكلما

كانت الدولة أكثر تطورا انخفضت نسبة مساهمة تجارة الخدمات التقليدية كالنقل والسفر، و ارتفعت نسبة مساهمة قطاعات الخدمات المعتمدة على التقنيات الحديثة، مثل خدمات الاتصال والتأمين و الخدمات المالية وخدمات الكمبيوتر و المعلومات، و هذا ما نلاحظه من خلال الجداول الموالية:

¹ - رانيا محمود عبد العزيز عمارة ، تحرير التجارة الدولية وفقا لإتفاقية الجات في مجال الخدمات ، مرجع سبق ذكره، ص 115.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

السنوات	العالم	الولايات المتحدة	الاتحاد الاوروبي	اليابان	العالم العربي
2009	9,432786936	22,01112728	7,089493801	4,780178403	9,49944268
2010	9,497641574	20,40010494	6,934399896	3,696132144	9,788314115
2011	8,884437302	18,05444643	7,057013181	4,169216108	9,119013729
2012	8,493264549	17,02648349	6,835340304	3,166143369	10,70280259
2013	8,719229785	17,20348921	7,351099828	3,545083878	10,21486857
2014	8,363874803	16,62391599	7,341772223	5,562625003	10,45591498
2015	8,018095657	15,5573175	7,433470543	7,495127849	10,54952971
2016	8,22108179	15,47614676	7,572065785	8,17723958	9,751568449
2017	8,103859486	15,24597766	7,280590835	6,9894072	9,346849992

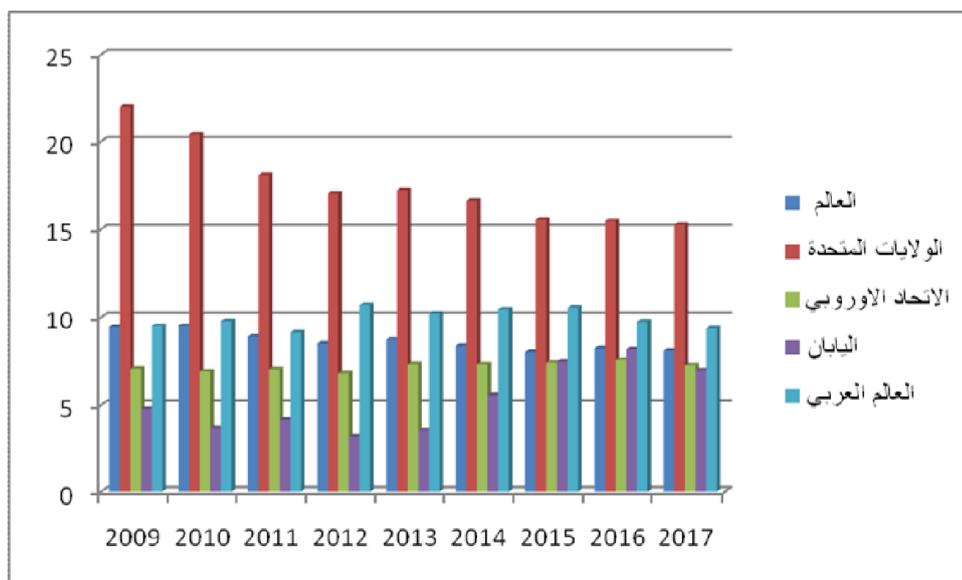
جدول رقم (1-1): التأمين والخدمات المالية كنسبة مئوية من الواردات التجارية

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي من

موقعه www.databank.albankaldawli.org

حتى نستطيع قراءة هذه الأرقام نمثلها بالشكل الموالي:

الشكل رقم (1-2): التأمين والخدمات المالية كنسبة مئوية من الواردات التجارية



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (1-1).

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

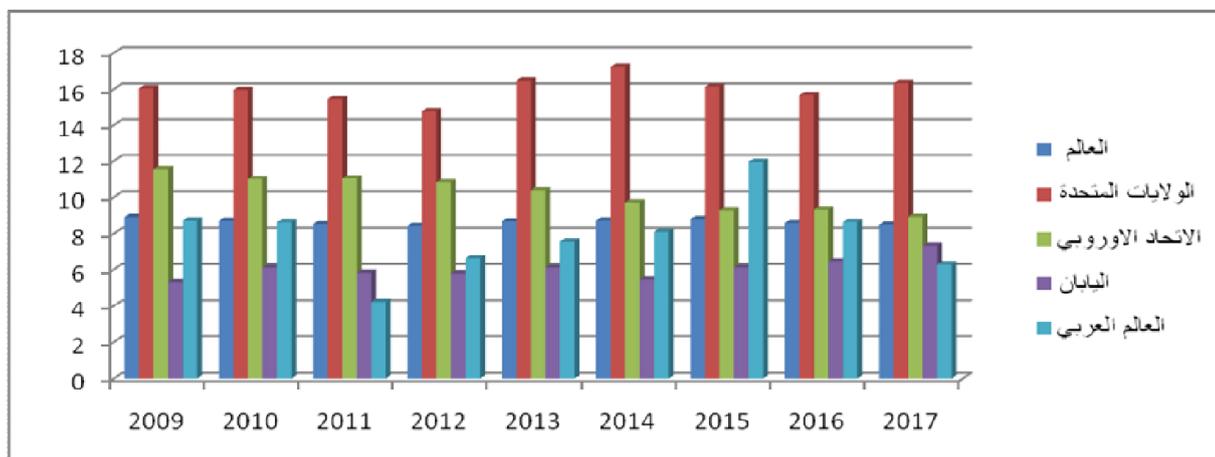
يبين الشكل صدارة الولايات المتحدة الأمريكية، حيث حققت أعلى نسبة عام 2009 بقيمة 22,01112728 و أقل قيمة عام 2017 حيث بلغت 15,24597766 إلا أنها تبقى نسبة مرتفعة مقارنة مع نظيراتها الدول المتقدمة، أو حتى الدول العربية مجتمعة.

جدول رقم (1-2): التأمين و الخدمات المالية كنسبة مئوية من الصادرات التجارية

السنوات	العالم	الولايات المتحدة	الاتحاد الاوروبي	اليابان	العالم العربي
2009	8,946261262	16,05581664	11,55099954	5,320530316	8,747059063
2010	8,738392043	15,95909086	10,99525637	6,11282228	8,645744651
2011	8,537232062	15,42038482	11,03480711	5,82382978	4,234469801
2012	8,431051573	14,75466242	10,8089755	5,793289302	6,665949868
2013	8,702381242	16,47822467	10,37319814	6,106922929	7,5716659
2014	8,759219044	17,22775159	9,717129393	5,45446312	8,112888691
2015	8,828760152	16,14253712	9,301681615	6,106645878	11,95125989
2016	8,601937518	15,65935402	9,341013148	6,485126892	8,658216743
2017	8,503432687	16,34451455	8,954968294	7,342011303	6,294053814

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي من موقعه www.databank.albankaldawli.org.

الشكل رقم (1-3): التأمين والخدمات المالية كنسبة مئوية من الصادرات التجارية



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (1-2).

بمقارنة الدول المختارة من حيث التأمين والخدمات المالية كنسبة مئوية من الصادرات التجارية، نلاحظ أن هذه النسبة تتخذ نفس الإتجاه الذي أخذته نسبة التأمين و الخدمات المالية من الواردات التجارية، إذ تبقى الصدارة للولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن هذه النسبة تميزت بالإستقرار طول فترة الدراسة.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

جدول رقم (1-3): التأمين والخدمات المالية كنسبة مئوية من الناتج المحلي

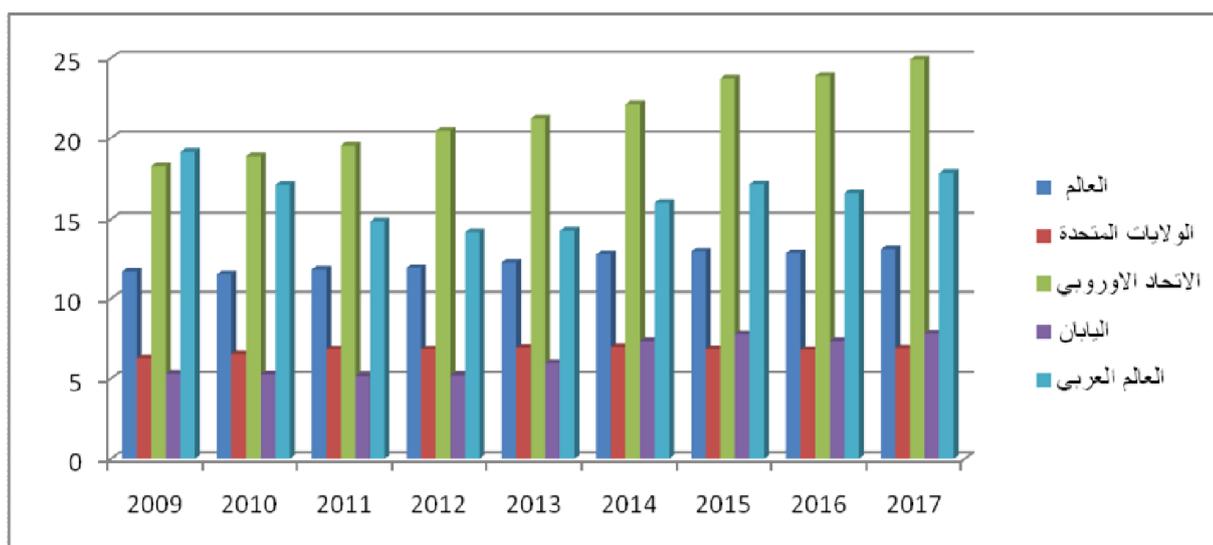
السنوات	العالم	الولايات المتحدة	الاتحاد الاوروبي	اليابان	العالم العربي
2009	11,6309662	6,22553927	18,2520523	5,28862032	19,1094922
2010	11,4676988	6,48388195	18,8555815	5,25312866	17,0782341
2011	11,7595135	6,83813064	19,497592	5,13993713	14,8649472
2012	11,8647873	6,83913995	20,4616396	5,18541924	14,1508409
2013	12,2422597	6,92034815	21,2314937	5,94052848	14,2464265
2014	12,7619445	6,97334594	22,1330587	7,34713411	15,9933666
2015	12,9387489	6,84591705	23,7536596	7,77511875	17,1254186
2016	12,8429484	6,78920843	23,9033048	7,35032359	16,5796765
2017	13,0781998	6,89152608	24,8968974	7,816887	17,835545

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي،

www.databank.albankaldawli.org

ويمكن توضيح أكثر للجدول من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-4): التأمين والخدمات المالية كنسبة مئوية من الناتج المحلي



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول (1-3).

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

إن نسبة التأمين والخدمات المالية من الناتج المحلي هي مؤشر على مدى أهمية الخدمات في الإقتصاد الوطني، فهي تعبر عن حجم مساهمة هذا القطاع في تكوين الدخل و هنا ظهرت صدارة الإتحاد الأوروبي حيث تتزايد هذه النسبة باستمرار و حققت أعلى قيمة لها 24,8968974 عام 2017.

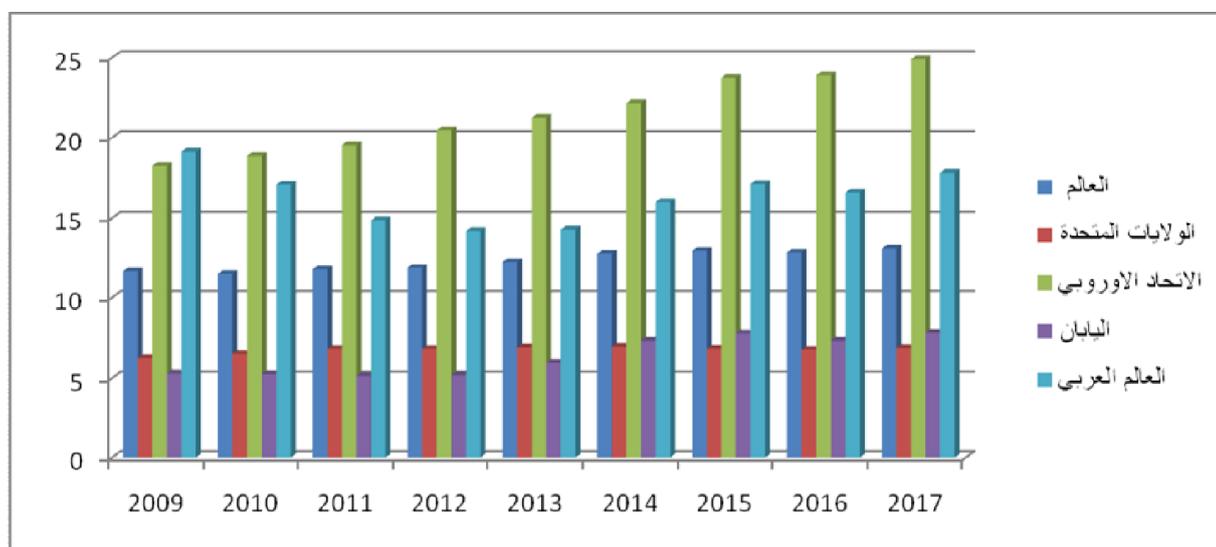
جدول رقم (1-4): واردات الخدمات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي

السنوات	العالم	الولايات المتحدة	الاتحاد الاوروي	اليابان	العالم العربي
2009	3463798062951,53	386803000000,00	1472164251768,71	155753773466,83	243023614602,77
2010	3738014152424,78	409311000000,00	1507673833116,87	164880203297,89	257473266862,47
2011	4228429026257,43	435764000000,00	1657949838104,67	175780159465,61	276076220237,81
2012	4378576838320,75	452012000000,00	1628579493029,42	184688619379,11	295090053366,83
2013	4652754581578,94	461083000000,00	1758558404979,28	170878437206,75	315934985598,77
2014	5022582858001,62	480758000000,00	1898086724896,05	192573384092,52	366140915191,10
2015	4776287150461,87	491972000000,00	1809856971137,04	178613967108,72	336247584979,99
2016	4787603627920,85	511625000000,00	1827143939950,27	186422425108,62	310427514332,60
2017	5194307391287,51	543883000000,00	1996175241547,46	193048274941,40	332877484505,43

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي من

موقعه www.databank.albankaldawli.org

الشكل رقم (1-5): واردات الخدمات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول (1-4).

يبين الشكل الأهمية المتزايدة للخدمات في التجارة الدولية حيث تصدر الإتحاد الأوروبي المجموعة المختارة من الدول طول فترة الدراسة، وكانت أعلى قيمة عام 2017 حيث بلغت 1996175241547,46 دولار أمريكي، كما نلاحظ التزايد المستمر لواردات الدول العربية من الخدمات بسبب ضعف قطاع الخدمات بها.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

جدول رقم (1-5): صادرات الخدمات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي

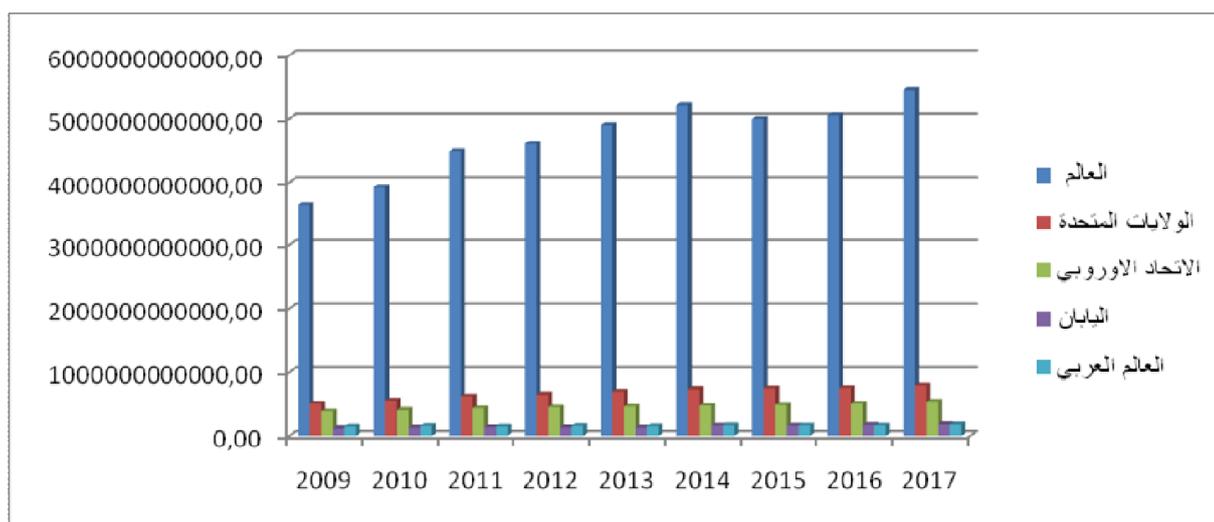
السنوات	العالم	الولايات المتحدة	الاتحاد الاوروبي	اليابان	العالم العربي
2009	3640259296907,79	512721000000,00	386803000000,00	120914193842,58	149408894816,42
2010	3923179095464,12	562756000000,00	409311000000,00	134553284394,81	158189552790,69
2011	4477923294781,58	627058000000,00	435764000000,00	140709392428,19	150254730006,07
2012	4604990836472,33	655724000000,00	452012000000,00	136973987462,16	159675410967,67
2013	4898129637510,52	700487000000,00	461083000000,00	135398403064,12	154081780522,95
2014	5212503259016,53	741094000000,00	480758000000,00	163793003422,82	167374897082,01
2015	4998822925836,67	755306000000,00	491972000000,00	162672975122,20	165188302809,08
2016	5056087095481,64	758445000000,00	511625000000,00	175703547794,34	163782648246,82
2017	5461257318047,78	798958000000,00	543883000000,00	186848568320,12	182017068753,24

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي من

موقعه www.databank.albankaldawli.org

وسنحاول تمثل أسعار الخدمات بالدولار التي تظهر في الجدول (1-5) من خلال الشكل الموالي :

الشكل رقم (1-6): صادرات الخدمات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول (1-5).

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

تتجلى من الشكل البياني أهمية تجارة التأمين و الخدمات المالية، الأمر الذي يمكن تفسيره بالنمو السريع والكبير الذي تحقق في أنشطة إنتاج الخدمات المالية أو في التجارة الدولية للخدمات المالية الذي يعود لعدة أسباب من أهمها:

- التقدم الفني الكبير الذي لحق بصناعة وتجارة الخدمات المالية وجعلها أكثر تحركا وانتقالا من دولة إلى أخرى ومن سوق إلى سوق آخر، ومثال عن ذلك استخدام الوسائل التكنولوجية وتقديم وسائل الكمبيوتر.
- انفتاح الأسواق أمام التحويل وانتقال الفرائض المالية وخاصة في الدول التي في مرحلة التحول والدول النامية وزيادة الطلب على الخدمات المالية نتيجة اتساع التجارة الدولية والاستثمارات.
- زيادة المنافسة الدولية حول حركة انتقال رؤوس الأموال ورغبة كل طرف في تقديم أو الحصول على خدمات مالية بجدوة متقدمة ورخيصة الثمن.

رابعا-انعكاسات المتغيرات العالمية على التجارة الدولية في الخدمات المالية:

شهد العالم جملة من التغيرات الاقتصادية أدت إلى إعادة رسم العلاقات الاقتصادية بين الدول، و من ذلك تحرير التجارة والاستثمار و كذا تحرير الأسواق المالية، بالإضافة إلى التقدم التكنولوجي الذي أدى إلى انخفاض تكلفة النقل و الإتصال بين الدول و هذا ما اصطلح على تسميته بالعمولة، هذه الأخيرة التي تعرف على أنها إزالة الحدود المادية و الثقافية والقانونية التي تعيق تراكم رؤوس الأموال على المستوى العالمي¹ "كما عرفت على أنها نظام عالمي جديد يعيد تشكيل الدول و المجتمعات و الأفراد على جميع المستويات، هذا النظام برز إثر سقوط الإتحاد السوفياتي، وانقسام العالم إلى شرق و غرب، و لقد حل هذا النظام الإقتصادي و السياسي محل النظام العالمي القديم الذي كانت تحكمه قواعد و مبادئ و أفكار وتوجهات سقطت جميعها مع سقوط نظام الحرب الباردة"² أي يمكننا القول أن العمولة تعني بصورة شاملة حرية حركة رؤوس الأموال و السلع و الخدمات و الأيدي العاملة و الإستثمارات و المعلومات عبر الحدود الوطنية و الإقليمية بدون حدود.

ومن أهم مفرزات العمولة التي أثرت على العلاقات الدولية في مجال تجارة الخدمات المالية نجد التحرر المالي والتجارة الإلكترونية اللذين سنتطرق إليهما فيما يلي، أما المنظمة العالمية للتجارة فسنخصص لها المبحث الموالي.

1- التحرر المالي: إرتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود إرتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي داخليا

و دوليا، فزاد معدل نمو هذه التدفقات و سرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي، مع السماح للمقيمين و غير المقيمين بحرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملة الأجنبية و إستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية الرأسمالية، و الجدول الموالي يبين بدايات التحرر المالي في بعض الدول.

1-Adda Jaque: La Mondialisation,génés casbah éditions, Alger,1998,p3 .

²- عبد الخالق عبد الله، عولمة السياسة و العولمة السياسية ، مجلة المستقبل العربي، العدد2002،278، ص 26.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

جدول رقم (1-6): تاريخ بداية التحرر المالي في بعض الدول

الدولة	بداية التحرر	الدولة	بداية التحرر
الولايات المتحدة الأمريكية	1982	المكسيك	1989
كندا	1980	البيرو	1991
اليابان	1979	فنزويلا	1991
المملكة المتحدة	1981	مصر	1991
ألمانيا	1984	المغرب	1991
هونغ كونج	1978	جنوب إفريقيا	1980
أندونيسيا	1981	بنغلاديش	1988
كوريا الجنوبية	1978	الهند	1989
ماليزيا	1978	فرنسا	1984
فلبين	1981	تايلاند	منتصف الثمانينات
سنغافورة	1978	البرازيل	1989
تايوان	1979	الشيلي	1974

المصدر: شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، بدون طبعة، مؤسسة طابا عمان (الأردن)، 2002، ص 21.

من الجدول أعلاه نلاحظ أن موضوع التحرير المالي أخذ أهمية كبيرة من الدول خلال الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي و كان ذلك ضمن الإتجاه العام الذي يدفع على أن يكون الدور الأكبر للأسواق المالية في عملية التنمية، مما يتيح تفاعلا أكبر لجوانب مختلفة متعلقة بالتمويل في إطار الإنتقال من الكبح المالي إلى التحرير المالي.

يمكن تعريف التحرير المالي بأنه رفع القيود على حساب رأس المال للقطاع الأجنبي والقطاع المحلي، بحيث يصبح قطاع أسواق الأسهم منفصل عن القطاع المالي المحلي، ويعتبر تحرير حساب رأس المال فتح المجال للمؤسسات المالية وغير المالية الدولية وإمكانية استحوادها على عملية الإقراض والاقتراض، والتحكم في تدفقات

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

رؤوس الأموال؛ ففي النظام الذي يعتمد سياسة التحرير لحساب رأس المال بالكامل يسمح للشركات بالإقراض والاقتراض من الخارج بحرية ودون الحاجة إلى إبلاغ السلطات وتكون العملية تلقائية. كما تتصف الأنظمة المحرة كلياً بعدم وجود أية قيود للعمليات المصرفية إقراضاً واقتراضاً أو أي تحكّم في معدلات أسعار الفائدة، أي عدم وجود الرقابة على الائتمان بحيث لا وجود لإعانات دعم بأي شكل من الأشكال القطاعات معينة دون غيرها، وتسمح هذه الأنظمة بالودائع بالعملة الأجنبية وإجراء معاملات مالية للأسهم المحلية من طرف المستثمرين الأجانب مع الحرية التامة في ترحيل الفوائد والأرباح في أجال متوسطة على أكبر تقدير¹.

يرجع مفهوم التحرير المالي إلى دراسة وأعمال كل من (1973) Edward Show (1973) و Ronald Mckinon وأصبحت تعرف باسم فرضيات ماكينون - شاو للتحرير المالي². قد وضع الإطار النظري لذلك، والذي اعتمد تطبيقه في الدول النامية بدعم من البنك وصندوق النقد الدوليين، حيث كان هناك اتجاه نحو إزاحة وإلغاء إجراءات الكبح المالي. ويكمن جوهر هذه الأعمال في إعادة صياغة دالة الطلب على النقود بما يتلاءم مع اقتصاديات الدول النامية؛ والتي تكون في ظلها الودائع المتراكمة لدى الجهاز المصرفي أهم مصادر تمويل الاستثمار، وتمثل النقود مصدر تراكم رأس المال؛ وهذا ما أطلق عليه ماكينون تكاملية النقود ورأس المال، في الوقت الذي يركز فيه شاو (Show) على تحرير معدلات الفائدة الحقيقية والتي تتحقق من خلال العرض والطلب على الموارد المالية، ومن خلال ذلك تتحدد العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي.

مضمون هذه النظرية أن الأنظمة المالية الرسمية في الدول النامية تمارس القمع العام أو الكبح المالي بحيث أن غالبية مواطنيها يضطرون إلى طلب المساعدة من خارج القطاع المصرفي الرسمي بسبب أن الائتمان المصرفي، يوجه لجهات خاصة فقط دون غيرها، وتراخيص الاستيراد الأطراف بعينها... وغيرها من سياسات الكبح المالي (القمع المالي).

2- التجارة الإلكترونية: الظاهرة الأخرى التي أثرت بشكل فعال في نمو التجارة في الخدمات المالية على المستوى الدولي، التجارة الإلكترونية التي تتمثل في مجموعة العمليات والصفقات وذلك لتأسيس الروابط التجارية وتوزيع وتسويق وبيع المنتجات من خلال وسائل إلكترونية، حيث يتم تنفيذ كافة العمليات التجارية في السلع والخدمات عبر شبكة الانترنت واستخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، مما يؤدي في النهاية إلى إبرام

¹ - Arestis, P & ,Caner, A. **Financial liberalization and poverty**, channels of influence, (2004). p 3-4.

² - أنظر:

- عبد الله بن الضب، اختبار التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية خلال الفترة 2005-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة أبي بكر بالقائد بتلمسان 2016-2017 ص 62.

- محمد زكريا بن معزو، كمال حمّانة، قياس العلاقة بين التحرير المالي و النمو الإقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر **Kaopen**، الباحث العدد 2013، 13 ص 21.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

الصفقات التجارية الكترونياً، ولم يعد هناك حاجة لتواجد كل من البائع والمشتري في محل إبرام الصفقة أو تنفيذها¹.

أدى ظهور التجارة الإلكترونية إلى قيام البنوك بتقديم خدمة مصرفية جديدة وذلك بإصدارها للبطاقات الخاصة بالإنترنت فقط حتى تشجع عملاءها على التعامل بالتجارة الإلكترونية، وكذلك استخدام ماكينات الصراف الآلي، حيث تتخذ التجارة الإلكترونية أحد شكلين يتمثل الشكل الأول في تجارة الشركة مع عدد من مورديها وعملائها الكبار واستخدام شفرة خاصة على شبكة الإنترنت وهي تحقق الخصوصية وسرية المعلومات والتأكد على الإيجاب في العقد والتأكيد من عدم وقوع أي تغييرات أثناء تنفيذ العقد بين البائع والمشتري، ويعتبر هذا الشكل هو الشكل الغالب للتجارة الإلكترونية.

أما الشكل الثاني وهو ليس منتشرًا كما في الشكل الأول حتى الآن فيتمثل في ما يسمى بالتسوق الإلكتروني (Electronique shopping) بين الشركات والمستهلكين، حيث تقوم الشركة المنتجة بعرض سلعتها وخدماتها وأسعارها عبر شبكة الإنترنت ثم يقوم المستهلك باختيار السلعة أو الخدمات التي يرغب في شرائها ويقوم بدفع الثمن من خلال بطاقات الائتمان كبطاقات ماستر كارت (Master card) أو الفيزا كارت (Visa card) وذلك عبر الشبكة أيضاً، أو عن طريق إرسال شيك بالثمن أو نقداً عند التسليم بعد الشراء عبر الإنترنت، ظهور التجارة الإلكترونية أدى إلى سهولة التعامل الدولي وإتمام العقد بأقل تكلفة دون التصادم بالحواجر الإدارية وصعوبة الاتصالات التقليدية في بعض الأحيان، بالإضافة إلى القدرة على توافر المعلومات الكافية في الوقت المناسب عند إبرام وتنفيذ العقد، وهذا ما يفيد المستهلك لهذه السلعة أو الخدمة محل العقد.

وفي مجال بورصات الأوراق المالية فإن شبكة الإنترنت، توفر ثلاثة أنواع من المواقع التي تهتم بشؤون البورصة وبالأنشطة التي تتم على مستواها، وهي على النحو التالي:

- **مواقع تهتم بنشر دروس تعليمية:** توضح قواعد التعامل داخل البورصة وتوضح الأسلوب العلمي والأمثل لإتخاذ قرارات البيع والشراء وكيفية القيام بالتحليل الفني والمالي للأسهم هذه المواقع بعضها مجاني وبعضها برسوم بسيطة.

¹ - أنظر:

- البنك الأهلي المصري - النشرة الاقتصادية - المجلد 52 العدد 04، القاهرة (مصر)، 1999، ص 10-13.

- رانيا محمود عبد العزيز عمارة، الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات Gats: الأحكام والآثار، مركز الدراسات العربية للنشر و التوزيع بدون سنة نشر ص 224-226.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- مواقع تهتم بعرض أسعار الأسهم : وهي متخصصة في ذلك، حيث تهتم بشكل مباشر بعرض أسعار الأسهم المسجلة في البورصة بصفة دورية (يتم تحديث الأسعار كل نصف ساعة بحد أقصى) كما توجد بهذه المواقع بيانات تحليلية لكل سهم مثل أعلى سعر للسهم وأدنى سعر وعدد العمليات التي تمت عليه وعدد أوامر الشراء عليه وإجمالي قيمته وعدد أوامر البيع وإجمالي قيمتها وما إلى ذلك من المعلومات التي تفيد كثيرا المستثمرين في البورصة.

- المواقع التي تقدم إمكانية البيع والشراء: من خلال الموقع وكل ما هو مطلوب من المستثمر أن يكون له حساب في البورصة (يتم فتح هذا الحساب لدى أي شركة سمسة وغالبا ما تكون هي نفسها صاحبة الموقع).

بذلك توفر هذه المواقع على المستثمرين عناء الذهاب إلى البورصة لمتابعة عمليات البيع والشراء مما يوفر المال والجهد. كما أتاحت هذه المواقع الإستثمار في البورصات خارج حدود دولة المستثمر فالمستثمر في الصين يستطيع التعامل في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية ولكن في هذه الحالة يجب عليه فتح الحساب في أحد البنوك العالمية وهو مطبق في جميع البورصات العالمية وبالطبع جميع هذه المواقع برسوم وليست مجانية والرسوم هنا تكون مقابل أداء الخدمات من إشتراك في البورصة إلى فتح خط مباشر مع الشركة الراعية بالإضافة إلى العمولة القانونية علي عمليات الشراء والبيع وحفظ الأوراق المالية . لكن قبل فتح الحساب يجب مراعاة النقاط التالية¹:

أ- حقيقة السمسار الذي سوف يتم التعامل معه عبر الإنترنت من حيث مصداقية و شفافية ونزاهة تنفيذ تلك الأوامر، يجب أن يكون ذلك السمسار من بيوت السمسة العالمية التي يكون معروف عنها السمعة الحسنة، ففي بعض الأحيان يوجد سماسرة وهميون كل ما يملكونه هو الموقع على شبكة الإنترنت وما يعطونه من أسعار يكون أيضا وهميا وبذلك يتعرض العميل لعملية إحتيال ويكتشف أن السمسار يخبره بكشف حساب إلكتروني على فترات زمنية أن حسابه يقل نتيجة للخسارة التي تعرض لها حتى نفاذ الحساب بعد 3 أيام بعد فتحه على أقصى تقدير و يرسل إليه كشف حساب حتى تبدو العملية منطقية، وأن السمسار يلتزم بقواعد العمل وأخطر العميل بالخسارة التي يتعرض لها حتى يستطيع السمسار الوهمي إقناع بعض ضحاياه الجدد من الإنضمام إليه.

ب- التأكد من الفروق الزمنية بين إعطاء الأوامر و تنفيذها، أن تكون ضئيلة حتى لا يترتب على ذلك خسارة.

ج- معرفة أسعار الفائدة التي سوف يدفعها العميل أو يأخذها من السمسار في حالة بقاء الحساب الخاص به مفتوحا، أي إذا لم تقفل عملية الشراء بعملية البيع و العكس ، ففي بعض الأحوال تفرض أسعار فائدة

1- حسام الدين محمد، أسهم الإنترنت للمبتدئين، من الموقع الإلكتروني: www.islamonline.net لوحظ يوم:

. 2011/10/09

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

باهضة على العميل إذا ظلت له بعض العمليات مفتوحة إلى فترات طويلة، و تكون أسعار الفائدة هذه بصورة مركبة مما يترتب عليه بعض الخسائر للعميل.

د- الإحتراس من الدخول الجماعي للسوق أو إتباع سياسة القطيع فهي تعد جيدة عند دخول البورصات المحلية، و لكن الأمر يختلف بالنسبة للمضاربات على الأنترنت، حيث أن هناك بعض الدول قد تقوم بعملية تصحيح لأوضاع الإقتصاد الداخلي لها، و على ذلك تقوم البنوك المركزية بعمليات بيع وشراء واسعة في ذات الوقت مما يضع السوق في وضع حرج لا يعلمه إلا صانعو السوق و الذين يتحكمون في السوق العالمية للأسهم و السندات و يعاون على ذلك بعض البنوك المركزية لتحقيق مكاسب للسمسار.

أما إجراءات فتح الحساب فإن السمسار الذي سوف يتعامل معه العميل يعلمه بها من خلال تقديم جدول الخطوات التي يمكن إنجازها في:

- تحويل المبالغ الخاصة بالعميل من العملة الوطنية إلى إحدى العملات الصعبة.
- إبرام عقد مع سمسار ينفذ الأوامر مقابل عملات يتقاضاها.
- تتم عملية تحويل الأموال الخاصة بالعميل و المخصصة لفتح حساب من حساب العميل في أحد البنوك إلى حساب السمسار في بنك السمسار.
- يقوم السمسار بإخطار العميل بأن الأموال الخاصة بفتح الحساب قد تم فتح بها حساب لصالح العميل لدى السمسار.
- يتم بعد ذلك تنفيذ الأوامر الخاصة بالعميل من قبل السمسار مع إرسال كشف حساب دوري للعميل بقيمة و عدد أسهمه المباعة أو المشتراة و قيمة ما حققه من أرباح.
- في حالة ما إذا كان العميل يرغب في إنهاء تعاملاته مع السمسار و الإنسحاب نهائيا من الإستثمار في الأسهم عبر الأنترنت عليه إخبار السمسار بذلك حتى يتم تحويل حسابه و تصفيته لدى السمسار. إلا أن عملية الإستثمار في الأسهم على الأنترنت لا تخلو من المخاطر التي يمكن ذكر أبرزها فيما يلي:
- يجب على المستثمرين عبر الأنترنت الحرص دائما فمن خلال الضغط على زر قد يحصلون على أرباح كما قد يحققون خسائر.
- يمكن تعطل جهاز الكمبيوتر، أو التزامم على شبكة الإنترنت نتيجة وجود طلبات كثيرة على الموقع سواء بالبيع و الشراء، يعطي فرصة أقل لإتمام الصفقة، و من ثم لا يستطيع المستثمر تنفيذها، مما يترتب عليه بعض الخسائر، إضافة إلى احتمال عدم الإمكان الدخول إلى الأنترنت و عدم الحصول على تأكيد إتمام عملية الشراء أو البيع في الوقت المطلوب.
- إن السوق تتغير بسرعة عالية جدا، لذلك فإن السعر الموجود على شاشة موقع التداول ليس بالضرورة سعر الشراء، و عليه يجب أخذ بعض الإحتياطات اللازمة كأن لا تتم المضاربة (البيع والشراء)

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

باستخدام رأس المال بالكامل، بل بنسبة منه و يكون باقي رأس المال بمثابة تأمين لإتجاهات السوق العكسية إضافة إلى معرفة المخاطر التي تنشأ في سوق يتحرك بسرعة ثم وضع خطة لجميع الإحتمالات المتوقعة للتحكم بمخاطرها.

• إن بعض المستثمرين يتداولون الأسهم بالهامش، و يعرفون المخاطر المتضمنة، ففي السوق المتوترة يجد المستثمر الذي يشتري بدفعة هامش أولية لسهم ما نفسه مطالبا بتزويد النقد الإضافي هامش صيانة إذ ينخفض سعر السهم بعد ذلك.

• على المستثمر أن يكون قادرا على تحمل الخسارة لأن العمليات كالتداول اليومي مثلا تتضمن مخاطر عديدة، لذا يفضل أن يكون الإستثمار للمدى الطويل و ليس لدقائق أو ساعات.

المطلب الثالث: تحرير تجارة الخدمات المالية

الحديث عن تحرير التجارة الدولية في السلع أمر واضح، لأنه بالضرورة سيتناول القيود التعريفية و غير التعريفية التي تفرض على السلعة عند عبورها للحدود من دولة إلى أخرى، لكن الأمر ليس سيان عند الحديث عن تحرير تجارة الخدمات المالية لما تمتاز به هذه الأخيرة من خصوصية، و من هذا المنطلق خصصنا هذا المطلب لتحرير تجارة الخدمات المالية.

أولاً - مفهوم تحرير تجارة الخدمات المالية:

هنا يجب الإشارة إلى الفرق بين تحرير تجارة الخدمات وبين إلغاء القيود والنظم، لأن الكثير من الخدمات يجب وستظل خاضعة بصورة دقيقة للمنظم من أجل الصالح العام، لذلك تفرق الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات بين حواجز التجارة في الخدمات التي تشوه المنافسة وتقيّد دخول الأسواق من ناحية والنظم والقواعد الضرورية من أجل إتباع أهداف السياسات المشروعة وضمان العمل المنظم للأسواق من ناحية أخرى، وعلى سبيل المثال تعتبر القيود على عدد الموردين في خدمة معينة أو التفرقة ضد موردين أجانب بمثابة حواجز على التجارة في الخدمات وهي تخضع للتحرير، بينما يعتبر شرط التقيّد بالمعايير الفنية أو شروط التأهيل التي تهدف إلى ضمان جودة الخدمات وحماية المصلحة العامة، أشكالا ضرورية للتنظيم.¹

¹ - أنظر: سيد طه بدوي، الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (جاتس) وآثارها على ميزان الخدمات المصري، بدون طبعة دار النهضة العربية، القاهرة (مصر)، 2004، ص ص 27، 28.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

أما إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية فقد حددت أشكال إنتقال الخدمات المالية في أربعة أشكال، تتمثل فيما يلي¹:

• **نقل الخدمة عبر الحدود:** أي فتح الباب أمام المؤسسات المالية الأجنبية لتصدير الخدمة إلى السوق المحلي.

• **الاستهلاك الخارجي:** أي السماح لمواطني الدولة باستهلاك الخدمات المالية في الخارج.

• **التواجد التجاري:** أي إنشاء وحدات تابعة للمؤسسات المالية الأجنبية في السوق المحلية.

مما سبق يمكننا تعريف تحرير تجارة للخدمات المالية على أنها العمل على تحقيق مزيد من النفاذ للأسواق والمعاملة الوطنية، عملية تحرير تجارة الخدمات تتميز بمجموعة من الفوائد، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- **الأداء الاقتصادي:** إن وجود بنية تحتية فعالة خاصة بالخدمات يعتبر شرطا مسبقا للنجاح الاقتصادي، حيث توفر الخدمات مثل الاتصالات السلكية واللاسلكية، البنوك، التأمين والمواصلات مدخلات إستراتيجية مهمة لجميع القطاعات، وفي حالة عدم توفر عامل المنافسة من غير المتوقع أن ينمو ويتطور الأداء الاقتصادي، ولهذا فإن عددا متزايدا من الحكومات أصبحت تعتمد على بيئة مفتوحة وشفافة لتقديم الخدمات من أجل الارتقاء بأداء هذا القطاع.

- **دعم التنمية:** تساعد القوة التنافسية المصدرين والمنتجين في الدول النامية على استغلال الخدمات، بغض النظر عن نوعيتها، حيث استطاع عدد من الدول النامية اعتمادا على الخبرة والاستثمار الأجنبي الارتقاء في أسواق الخدمات العالمية مثل السياحة.

- **إدخارات المستهلك:** إن عملية تحرير الخدمات توفر أسعار منخفضة أكثر، وجودة أفضل، ونطاق أوسع من الخيارات للمستهلك، لهذا حتى إذا ارتفعت الأسعار أثناء تحرير التجارة، فإن ذلك يتفق مع انخفاض السعر وزيادة الجودة في مكان آخر.

- **شفافية وقدرة أكبر على التوقع:** تمثل التزامات دولة ما في جدول خدماتها الخاص بمنظمة التجارة العالمية ضمانا قانونيا وملزما، حيث يسمح للشركات الأجنبية توريد خدماتها تحت ظروف مستقرة، وكل من له مصلحة أو اهتمام في هذا القطاع سواء كان منتج أو مستثمر، يعطي له فكرة واضحة عن قواعد اللعبة، وبهذا يمكنهم أن يخططوا للمستقبل بثقة أكبر مما يؤدي إلى تشجيع الاستثمار.

¹ - مصطفى رشدي شبيحة، إتفاقيات التجارة العالمية في عصر العولمة، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية (مصر)، 2004ص

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- نقل التكنولوجيا: إن التعهدات الخاصة بالخدمات في منظمة التجارة العالمية تساعد على تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث يساهم بتقنياته ومهاراته الجديدة التي تكتسب ضمن اقتصاد أوسع بطرق مختلفة على اكتساب الموظفين المحليين مهارات جديدة ومن ثم نشرها في حالة مغادرة أو تغيير أماكن عملهم مثلا
- الابتكارات السريعة: لقد شهدت الدول التي تم تحرير أسواق الخدمات بها إنتاجا ضخما ودرجة أكبر من الإبداع في العمليات.

ثانيا- قيود تحرير تجارة الخدمات الدولية:

تعرض التجارة الدولية في الخدمات المالية عدة قيود تعوقها عن تحقيق أهدافها، ويمكن تصنيف هذه القيود إلى مجموعتين رئيسيتين¹:

- **المجموعة الأولى:** تتمثل في مجموعة القيود التي تعوق إنتقال الخدمة المالية عبر الحدود، تتمثل هذه القيود في الرقابة على أسعار الصرف الأجنبي، سواء من خلال منع المقيمين من التعامل مع المؤسسات المالية في الدول الأجنبية، أو من خلال فرض ضريبة على المعاملات المالية التي تتم بين المقيمين وغير المقيمين.

- **المجموعة الثانية:** هي القيود التي تؤثر على النفاذ للأسواق، وكذا التمييز في المعاملة الوطنية بين الشركات التابعة أو الفروع الأجنبية للبنوك في السوق المحلي و بين الشركات و البنوك الوطنية، و هذه القيود تفرض بصورة واضحة في الدول النامية، إذ تضع مجموعة من الشروط و القيود على وجود الإستثمار الأجنبي المباشر على أراضيها، بهدف حماية إقتصادياتها من التعرض للإختلال أو عدم التوازن.

هاته القيود التي سعت العديد من الدول و المنظمات الدولية المعنية بالتجارة إلى تحرير تجارة الخدمات المالية منها بهدف تحقيق المزيد من الإنفتاح و التحرر"الإنفتاح الذي يمكن تجسيمه إما في إطار أحادي، أو ثنائي، أو إقليمي، أو متعدد الأطراف، غير أن الخيار متعدد الأطراف يكون الأفضل إذ يسمح بتسجيل نمو أكبر إستنادا إلى أهمية الطلب من جهة و إلى ترشيد توظيف آليات الإنتاج في إطار التنافس من جهة أخرى"²، لا

¹ - ياسي لياس، الآثار المحتملة على تحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المصرفي الجزائري وفقا للإتفاقية العامة لتحرير التجارة في الخدمات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013 ص ص 24-25.

² - عبد الوهاب الباهي، الإنخراط في منظمة التجارة العالمية - سلسلة دراسات برلمانية، العدد 12 تونس، 2007، ص 10.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

يمكن ذكر قيود و عوائق التجارة الدولية في الخدمات المالية دون الإشارة إلى أشكال التدخل الحكومي المعيقة لتحرير الخدمات المالية و التي نوجزها فيما يلي¹:

أ- السياسات الاقتصادية الكلية: وهي السياسات المتعلقة بتنفيذ الأهداف العليا للاقتصاد القومي، وهذه الأهداف لا ترتبط بقطاع معين "الاقتصاد الجزئي"، وإنما بكافة قطاعات الاقتصاد القومي ككل. ومن المعروف أن الخدمات المالية ترتبط وتؤثر في كافة القطاعات، ومن أهم هذه السياسات سياسات البنك المركزي والتي تؤثر في السياسة النقدية وعرض النقود الاحتياطي (الإجباري) أو السياسات المتعلقة بتحديد معدل الفائدة أو التأثير في سعر الصرف و غيرها من الإجراءات والنظم الرقابية التي يتخذها البنك المركزي أو السياسات النقدية للرقابة المالية.

ب- الأنظمة الاحترازية: تتعلق هذه السياسات بتحقيق الانضباط أو الرقابة على القطاع المالي من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي وحماية المستهلك، ومن أمثلة هذه السياسات القيود الائتمانية وتخصيص أولويات الائتمان والاستثمار، ولم تشمل اتفاقية الجات التحريرية رقابة هذه الإجراءات، بينما ينص ملحق الخدمات المالية أنه لا يجوز منع أي عضو باتخاذ إجراءات لأسباب تتعلق بالحيلة بما فيها حماية المستثمرين والمودعين، أو لضمان سلامة واستقرار النظام المالي، ولا يجوز في هذه الحالات التي لا تتوافق فيها هذه الإجراءات مع أحكام الاتفاقية، أن تستخدم كوسيلة للتهرب من التزامات وتعهدات العضو بموجب هذه الاتفاقية.

ج- الأنظمة غير الاحترازية: وهي الأنظمة التي تؤثر على تحرير تجارة الخدمات المالية، حيث تؤثر في عمليات المنافسة في الأسواق وتقوم على التمييز دون مبرر، ومثال عن ذلك: متطلبات منح القروض لبعض القطاعات أو الأشخاص وفق معدل فائدة معين، أو القيود المفروضة على أسعار الفائدة أو العمولة، أو فرض شروط خاصة لتوريد بعض الخدمات المالية.

د- الأنظمة والتدابير التي تحكم توريد الخدمات المالية: وهي القيود المفروضة على مقدمي الخدمات التابعة للوحدات الأجنبية أو القيود التي تمنع تقديم خدمات مالية عبر الحدود، تسعى العديد من الدول إلى رفع هذه القيود وتحقيق حرية النفاذ إلى الأسواق والمعاملة الوطنية المتساوية.

ثالثاً- تنافسية الخدمات المالية في الأسواق العالمية:

الخدمات لها خصائص متميزة ومختلفة عن السلع الملموسة ولهذا فإن تسويق الخدمات سواء محلياً أو دولياً يعتبر من الصعوبة بمكان، وبالرغم من تعاظم دور صناعة الخدمات في التنمية الاقتصادية من ناحية خلق فرص

¹ - أنظر :

- مصطفى رشدي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص 227-229.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

العمل وزيادة الدخل القومي، والمساهمة في إعادة توزيع الثروة، وبناء وخلق علاقات تكاملية مع أسواق اقتصادية متعددة، إلا أنه مازال هناك الكثير من التحديات التي تواجهها، لذلك سوف نحاول فيما يلي أن نبين أهم العوامل المتحكمة في تنافسية الطلب على الخدمات المالية¹.

1- التنافس بالوقت: يعتبر عامل الوقت بعد مهم في مختلف الأنشطة الخدمية نظرا للخصائص المرتبطة بطابع الخدمات (التطور، السرعة، التأخر، ..)، لذا يعتبر هذا العامل من أهم العوامل المتحكمة في الطلب على الخدمات في الأسواق المحلية والدولية على حد سواء، حيث سوف تلجأ الشركات المتنافسة على تقديم أي منتج سلمي أو خدمي في سوقها المحلي أو تصديرها إلى الأسواق الخارجية إلى اختصار الوقت بين كل ابتكار وتقديم المنتج جديد، كما تعمل على اختزال وقت إنتاج وتقديم المنتج وتسليم المنتجات في التوقيتات المتفق عليها دون تأخير، وليس ذلك فقط بل في التوقيتات التي يحددها العملاء، وبذلك تكتسب سمعة تسمح لها بالفوز بجزء من الطلب الموجود في السوق، على صعيد آخر نجد أن المدة الزمنية التي تستغرقها المؤسسة لتقديم منتج جديد للسوق والمدة الزمنية المستغرقة لتحسين المنتج هي كلها أمور مرتبطة بالمنافسة من خلال الزمن.

2- التنافس بالجودة: تتحقق الجودة عندما ينجح المنتج في تصميم وتنفيذ وتقديم منتج (سلعة أو خدمة) تشبع حاجات وتوقعات العميل المعلنة وحتى التي لم يفصح عنها وكل ما يمكن أن يجعله أكثر رضا من استهلاكه للسلعة أو إفادته من الخدمة، وتعد الجودة بلا شك سلاحا تنافسيا فاعلا إذ لا يمانع عملاء كثيرون في أن يدفعوا أكثر مقابل تحصلهم على منتجات أرفع جودة أو أكثر انسجاما مع توقعاتهم، ويتطلب التنافس بالجودة توافر العديد من المقومات والتي يمكن حصرها فيما يلي:

- استلهاهم حاجات و توقعات العملاء كأساس لتصميم المنتجات وكافة وظائف ونظم الشركة ؛
 - جعل الجودة على رأس أولويات الإدارة العليا؛
 - اختيار وتدريب وتحفيز القوى العاملة لتعزيز نجاحها في الأداء المتميز القائم على الابتكار؛
 - تصميم سليم للمنتجات وتنفيذ سليم للتصميمات؛
 - التزود بتجهيزات فاعلة تهيء مقومات الإنتاج المرن كلما تطلب الأمر ذلك؛
 - استخدامات متقدمة التكنولوجيا المعلومات في تصميم النظام الإنتاجي للسلع أو الخدمات.
- وبناء على ما سبق يمكن القول أن الجودة تمثل شرطا جوهريا لقبول المنتج بشكل عام سواء بالسوق المحلية أو الأسواق الخارجية، وهي شرط أساسي لزيادة الصادرات السلعية أو الخدمية في الأسواق العالمية .

3- التنافس بالتكلفة أو السعر: تميز الكثير من الأدبيات بين عدة أنواع من التنافسية نذكر منها تنافسية التكلفة أو السعر، فالبلد ذو التكاليف الأرخص يتمكن من تصدير السلع والخدمات إلى الأسواق الخارجية بصورة

¹ - علي فلاح الزعبي، إدارة التسويق، منظور تطبيقي استراتيجي، الطبعة 2009، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ص 398.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

أفضل (الصين)، والتنافسية غير السعرية وتشمل التنافسية النوعية والملائمة وتسهيلات التقديم، عنصر الإبتكارية، فالبلد ذو المنتجات المبتكرة وذات النوعية والأكثر ملائمة للمستهلك بوجود المؤسسات المصدرة ذات السمعة الحسنة في السوق، يتمكن من تصدير منجاته حتى لو كانت أعلى سعرا من سلع منافسيه (اليابان وسويسرا)، والتنافسية التقنية حيث تنافس المنظمات من خلال النوعية في صناعة عالية التقنية -Hi tech، كما تميز الأدبيات أيضا بين التنافسية الظرفية أو الجارية والتي تركز على مناخ العمال وعمليات الشركات واستراتيجياتها، بينما تركز التنافسية المستدامة أو الكامنة على الابتكار ورأس المال البشري والفكري¹، حيث تلعب التكلفة دورا هاما كسلاح تنافسي، إذ لا يمكن تحديد أسعار تنافسية دون ضبط مستمر للتكاليف وحتى أن الكثير من الشركات المتميزة تنافسيا تستهدف أن تكون القائدة أو الرائدة في خفض عناصر التكلفة بين منافسيها في نفس الصناعة أو النشاط، لأن تحليل عناصر التكلفة بهدف ترشيدها أو تحجيمها يساهم في تحسين الكفاءة وتحديد أسعار تنافسية الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى تعزيز القدرة التنافسية لهذه الشركات في أسواقها الوطنية أو في الأسواق العالمية.

رابعا- الأطراف الفاعلة في أسواق الخدمات المالية الدولية:

تعتبر الشركات المتعددة الجنسيات، شركات التأمين العالمية، والبنوك الدولية النشاط وشركات الوساطة المالية من أهم الأطراف الفاعلة في أسواق الخدمات المالية الدولية، نظرا لما تتمتع به هذه الشركات من القدرات والمزايا التنافسية الكبيرة في مجال تجارة الخدمات المالية و استحواذها على مختلف الأسواق العالمية، وسوف نحاول فيما يلي إبراز دور هذه الشركات العالمية في مجال تجارة الخدمات المالية والعوامل التي مكنتها من ذلك.

1- الشركات المتعددة الجنسيات: تلعب الشركات المتعددة الجنسيات دورا كبيرا في مجال التجارة العالمية، وتجسد ذلك من خلال تطور ونمو حجم التجارة الدولية وزيادة حجم المبادلات التجارية عبر الحدود، وحرية تنقلات رؤوس الأموال وتدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر وزيادة انتشاره، وتعتبر هذه الشركات المتحكم الفعلي في حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة المرتبطة بالاستراتيجيات المالية والتسويقية والإنتاجية لهذه الشركات العملاقة²؛ ومن أهم العوامل التي ساعدت الشركات المتعددة الجنسيات على ذلك تتمثل في :

¹ - محمود حسين الوادي، علي فلاح الزعي، مستلزمات إدارة الجودة الشاملة كأداة لتحقيق الميزة التنافسية في الجامعات الأردنية (دراسة تحليلية)، المجلة العربية لضمان جودة التعليم الجامعي، العدد 8-2011، ص 80.

² - محمد يعقوبي، توفيق غمار، آثار العولمة المالية على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، حالة الدول العربية، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية - يومي 21-22 نوفمبر 2006، بسكرة، ص 3

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- **عولمة الطلب:** حيث تطورت الحاجات والسلوكيات المختلفة للمستهلكين نحو نموذج موحد، وهذه الظاهرة تتعدى منتوجات الاستهلاك الواسع، فتجد الشركات تطلب نفس المواد الأولية، نفس المعدات، إلخ.
- **عولمة العرض:** التي تدفع الشركات إلى تبني استراتيجية دولية متجانسة مثل: تنظيم توزيع داخلي للعمل بمركز البحث والتصميم للبلدان المتقدمة، الإنتاج حيث اليد العاملة المنخفضة، التوجه نحو عرض نفس المنتجات بنفس الطريقة في العالم بأسره، كما لو أن العالم يشكل سوقا واحدة.
- **عولمة المنافسة:** وهي نتيجة منطقية للعنصرين السابقين، وذلك نظرا لتلاقي الشركات في نفس الأسواق وبنفس المنتوجات العالمية، الشيء الذي يحتم على الشركة التي تحاول الحصول على ميزة تنافسية أن تكون قادرة على التفاعل والتأقلم مع حركات منافسيها على الساحة العالمية بأكملها.

2- البنوك الدولية النشاط وشركات الوساطة المالية: تعتبر البنوك الدولية النشاط وشركات الوساطة

المالية من أهم الأطراف الفاعلة في أسواق الخدمات المالية الدولية، ويرجع هذا إلى القدرات الكبيرة والمزايا التنافسية التي يملكها هذا النوع من الشركات في مجال تجارة الخدمات المالية، مما مكنها من الاستحواذ على النصيب الأعظم من السوق المصرفية على المستوى المحلي والدولي، حيث تقوم بتوجيه رؤوس الأموال والاستثمارات إلى المشروعات التي تمكنها من تحقيق عوائد كبيرة ومرتفعة، ومن ثم فهي تساهم بنسبة كبيرة في الاستحواذ على هذا النوع من التجارة؛

و قد ساعد استخدام التكنولوجيا الحديثة في مجال معالجة البيانات و المعلومات و الإتصالات على امكانية نقل الخدمات البنكية المتنوعة بصفة فورية تقريبا إلى مختلف مناطق العالم، كما أدت تلك التطورات التكنولوجية إلى خلق مقدرة على تقديم الخدمات البنكية عبر الحدود الوطنية وتقديم سلسلة متسعة من الخدمات البنكية الحديثة المعتمدة على أنظمة تعمل بالكمبيوتر، وتمثل المجموعة الرئيسية لهذه الأنواع المختلفة للخدمات في ما يلي¹:

- خدمات المعاملات المتعلقة بالمدفوعات (الشيكات، التحويلات البنكية، كارت المدفوعات، الأوامر الدائمة)؛

- تدبير السيولة والاعتمادات المالية؛

- الاتجار والتعامل في العملات المحلية والأجنبية ؛

- تمويل (اعتمادات تصديرية، قروض استهلاكية، كمبيالات)؛

¹ - يابسي إلياس، مرجع سبق ذكره، ص 30.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- الإيداعات والادخار (حسابات جارية أو ادخارية أو إيداعات، حسابات بالشيكات، حسابات دائنة)؛

- الاستشارات والمنشورات المتخصصة؛ - الاستثمار والائتمان (حفظ الودائع، ...)

كما أن البنوك الدولية النشطة تقوم بوظائف التأمين إلى جانب الوظائف التقليدية كقبول الودائع، منح الائتمان، وانتشار ظاهرة الاندماج بين البنوك وشركات التأمين على مستوى كل دول العالم المتقدم¹.

3- شركات التأمين العالمية: تعتبر أنشطة التأمين من بين الأنشطة المالية الهامة التي تسعى الدول المتقدمة من خلال شركاتها العالمية السيطرة عليها باعتبارها من أهم وأخطر مجالات تجارة الخدمات المالية التي تتفوق فيها بشكل مطلق على الدول النامية التي تعتبر من الأسواق المتأخرة في هذا المجال، ومن جهة أخرى فقد انتشرت ظاهرة تداخل وظائف شركات التأمين مع وظائف المؤسسات المصرفية عالمياً، فشركات التأمين العالمية تمارس أنشطة البنوك وخاصة في مسألة منح الإئتمان، أو ضمان التسهيلات المصرفية، بالإضافة إلى وجود فروع مشتركة بينهما، وقيام كل منهما بترويج منتجات الأخرى، ومن ذلك على سبيل المثال أنه يحق للبنوك الألمانية قانوناً مزاولاً كافة أعمال وخدمات التأمين²، ولكن من شركات تابعة للبنك الأم وتكون مستقلة مالياً، مع خضوعها لأحكام الرقابة الفيدرالية وخاصة من ناحية الأسس والقوانين المعمول بها، ونتيجة لتحرير الخدمات الدولية، فإنه يتم السماح بدخول رأس المال الأجنبي في قطاع خدمات التأمين بصور أو بأخرى، ورأس المال الأجنبي بأجهزته الفنية العالية الكفاءة يجعل من التسويق العلمي المتقدم مطلباً أساسياً يواجه به العميل مقارنة بخدمة إنتاجية قد تكون ضعيفة أو غير كاملة من بعض أجهزة الإنتاج المحلي.

فتقوم شركات التأمين العالمية العملاقة بتقديم سلسلة كبيرة من الخدمات المالية والمنتجات التأمينية المختلفة بأسعار تنافسية من أجل كسب أكبر عدد ممكن من الزبائن، والسيطرة على أسواق التأمين على المستوى المحلي والدولي، كما توفر هذه الشركات مستوى مرتفع من تجميع المخاطر وتزويد المعلومات، وكذلك توفر درجة عالية من قابلية الخطر، بالإضافة إلى استثمار عقود الدفعات السنوية، ومن جهة أخرى فإن شركات التأمين العالمية خاصة بعد الأزمة المالية الأخيرة، أصبحت تولي اهتماماً بالغاً وتقدم خدمات مالية ومنتجات تأمينية حتى في مجال التأمين الإسلامي.

مما سبق يمكن القول أن تسويق الخدمات المالية فرع فريد وعال التخصص من التسويق كون التسويق الدولي يشمل الأنشطة الخاصة بتحديد احتياجات المستفيدين في أسواق مختلفة، وهذا ما يستدعي التعامل مع

¹ - رابح غرابية، دور الصيرفة الشاملة في تطوير البنوك في الدول النامية - مع الإشارة إلى حالة مصر - مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد السادس، ص 206.

² - 1- رابح غرابية، مرجع سبق ذكره ص 206.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

شعوب متباينة في العادات والتقاليد، إذ أن ممارسة الإعلان الترويجي وبيع منتجات مالية وخدمات في عدة أشكال تعتبر أكثر تعقيدا من بيع السلع للمستهلك، مما يجعل البيئة التي تسوق فيها الخدمات المالية أكثر تنافسية حيث تجعل مهمة التسويق فيها صعبة جدا وأكثر تخصصا، ولذلك فإن مسوقو الخدمات المالية يواجهون دائما تحديات خصائص المنتجات الخدمية التي يسوقوها، فعلى سبيل المثال الخدمات المالية لا يمكن أن تبلغ بشكل فوري في الإعلانات بسهولة كالسلع الاستهلاكية، علاوة على ذلك الطبيعة المثيرة نسبيا للخدمات المالية تجعل مهمة جذب المستهلك وترغيبه أمرا صعبا.

المطلب الرابع: جهود تحرير تجارة الخدمات المالية

سعت معظم الدول و المنظمات الدولية المختصة بالتجارة و الخدمات المالية إلى عقد اتفاقيات تهدف إلى تحرير تجارة الخدمات المالية، و إزالة كافة القيود التي تعترضها ومن أمثلة ذلك¹:

أولا - الاتفاقيات الدولية:

هناك اتفاقيات في هذا السياق إلا أننا استبعدنا مجموعة الدول العربية، لأننا سنتطرق إليها من خلال الفصل الموالي.

1-الاتحاد الأوروبي: قامت دول الإتحاد الأوروبي بإزالة كافة القيود و الإختلافات بين الأنشطة التي تقدمها جميع المؤسسات المالية لكي تتواجد البنوك المتكاملة التي تقدم جميع الخدمات المالية و التجارية والاستثمارية، و إزالة قيود الصرف على تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل، و إزالة كافة المخاطر المترتبة عليه، لتحقيق الاستقرار في أسعار الصرف في ظل النظام النقدي الأوروبي، و كذا العمل على زيادة المنافسة الأجنبية لهذا السوق، و قد أقر المجلس الأوروبي التوجه البنكي الثاني الذي يعتبر منهجا شاملا لتحديد اختصاصات البنوك و انتشارها الجغرافي من خلال الفروع أو تقديم الخدمات عبر الحدود، و اشتمل هذا التوجه أيضا على قائمة بالأنشطة المصرفية المسموح بتقديمها، كما تضمن مجموعة من المبادئ التي تحكم العمل المصرفي بين دول الإتحاد و تنظم معاملاته المالية الأخرى، و من أمثلتها مبدأ المعاملة بالمثل، مبدأ الإعتراف المتبادل، مبدأ رقابة الدول الأم على عمليات الفروع مع حق الدولة المضيفة في وضع عدة استثناءات أو تحفظات على هذا المبدأ من أجل حماية مصلحتها العامة.

¹ - أنظر:

- مركز بحوث و دراسات التنمية التكنولوجية - الاقتصاد المصري في مواجهة تحديات اتفاقيات منظمة التجارة العالمية - أعمال الندوة القومية الثانية - جامعة حلوان - 2006 - ص150.

-Michael.J.Trebilcock, Robert Howse - The regulation of international trade-Geneva 2000 pp286 -289.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

2- اتفاقية أمريكا الشمالية للتجارة الحرة: نصت هذه الاتفاقية على انفصال الخدمات المالية عن باقي الخدمات الأخرى و تطبيق مبدأ المعاملة الوطنية بين الدول الأعضاء بها و هي الولايات المتحدة الأمريكية و كندا و المكسيك، كما تم الاتفاق بين الولايات المتحدة الأمريكية و كندا لإنشاء منطقة حرة بينهما و تحرير الخدمات المالية.

ثانيا: المنظمات الدولية:

هناك مجموعة من المنظمات الدولية الهامة التي تنشط في هذا المجال ، نذكرها فيما يلي:

1- منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية : وضعت هذه المنظمة كل من دليل تحرير تحركات رأس المال الذي يحدد الخدمات المالية التي يتم تقديمها عبر الحدود إلى غير المقيمين من خلال التزامات كل دولة عضو على حدا، و دليل تحرير المعاملات الجارية غير المنظورة الذي يحدد الخدمات المالية التي يتم تقديمها بإنشاء فروع أجنبية في أسواق الدول الأخرى و يشمل ملحقا بالأنشطة التي يجب تحريرها، ومن ضمنها الاستثمار الأجنبي في مجال الخدمات المالية، كما يعالج مشكلات النفاذ للأسواق، و القيود على عمليات الأجهزة المالية الأجنبية بهدف الوصول إلى معاملة متساوية مع الأجهزة المالية المحلية.

وقد تم إضافة بعض المعاملات المالية المستحدثة إلى قائمة الأنشطة التي تشملها إجراءات التحرير ومن ذلك، تحركات رؤوس الأموال و تدفقاتها قصيرة الأجل، و التعامل بالمبتكرات المالية في سوق النقد و القروض و الإئتمان قصير الأجل، و العمليات الآجلة و الخيارات و المبادلات و كذا الخدمات المصرفية و التجارية و الإستثمارية وإدارة الأصول و خدمات الوكالات كالبحوث و الإستشارات المالية و منح حق التأسيس مع إعطاء معاملة وطنية متكافئة.

2- مقررات لجنة الرقابة المصرفية الدولية: قامت لجنة الرقابة المصرفية الدولية (بازل) بإقرار معايير محددة لقياس معدلات العلاقة المالية و العناصر التي يتكون منها رأس مال أي بنك، و المخاطر التي يتعرض لها بالنسبة للأصول التي يملكها، هدفت هذه المعايير إلى إنشاء إطار موحد لرأس المال يطبق على جميع المؤسسات المالية التي تعمل عبر الحدود، و تشجيع البنوك الدولية على تقوية مراكزها المالية، و تخفيض مصادر المنافسة غير المتكافئة الناتجة عن اختلاف اللوائح الإشرافية و الرقابية على البنوك بين الدول حيث تم تقسيم دول العالم إلى مجموعات على أساس قياس المخاطر الائتمانية منخفضة أو مرتفعة.

تقوم اللجنة بتطوير هذه المعايير حتى تتماشى مع التطورات التي لحقت بالخدمات المالية و المصرفية واستخدام التكنولوجيا المعلوماتية في هذا المجال.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

3- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)*: هي منظمة دولية أنشئت في عام 1964، هي منظمة دولية تساعد على إيجاد بيئة ملائمة تسمح باندماج الدول النامية في الاقتصاد العالمي من خلال مساعدة البلدان النامية على مواجهة تحديات التنمية على المستوى الوطني والإقليمي والعالمي بتنويع الاقتصادات وجعلها أقل اعتمادا على السلع، والمساعدة على الاستقرار الاقتصادي والحد من التقلبات المالية والتعرض للديون، وتهيئة البيئة الجاذبة للاستثمار، وتعزيز روح المبادرة والابتكار، تعديل اللوائح التي تحد من المنافسة، وتقيس المنظمة التقدم المحرز في تحقيق أهداف التنمية في كل من البلدان التي تسيطر وفق خطط التنمية الاقتصادية، إضافة إلى المساهمة في أعمال خطة "تمويل التنمية" وما يعرف بخطة عمل أديس أبابا التي تعمل على دعم اتساق السياسات على المستوى العالمي هذه الإتفاقية دفعت مفاوضي الجات لإدخال بعض التعديلات على الإتفاقية الأصلية لصالح الدول النامية و ذلك بإعفاء جزء هام من الصادرات الصناعية للدول النامية من الرسوم الجمركية دون اشتراط المعاملة بالمثل¹.

ثالثا: دور الولايات المتحدة الأمريكية في تحرير التجارة الدولية في الخدمات:

الواقع أن الولايات المتحدة خططت وليبرت التحرير التجارة الدولية في الخدمات منذ السبعينات، فقد تغير القانون التجاري الأمريكي عام 1978، وأصبح ينص على أن التجارة تشمل تجارة السلع جنبا إلى جنب مع تجارة الخدمات، ومنذ ذلك الحين والحكومات الأمريكية عملت على إبراز دور الخدمات دوليا، كما قامت بإعداد كوادر متخصصة في تجارة الخدمات مهمتها وضع تعريف للخدمات، ومناقشة القضايا المتعلقة بتحريرها، وتحديد الأسس اللازمة لمناقشة تحرير التجارة الدولية في الخدمات.

ومن جهة أخرى سنت القوانين والإجراءات التي تنظم علاقة قطاع الخدمات بقطاع الإنتاج السلعي وذلك في ظل افتراض تحرير التجارة الدولية في الخدمات، وبعد أن أتمت الولايات المتحدة استعدادها داخليا لتحرير التجارة الدولية في الخدمات، تقدمت بطلب إلى الاجتماع الوزاري للجات في عام 1982 لإعداد برنامج للتحضير لمفاوضات دولية متعددة الأطراف، تهدف إلى تحريرها².

والحقيقة أن الدول المتقدمة لم تتقبل فكرة تحرير تجارة الخدمات بسهولة وذلك لعدة أسباب أهمها عدم التكافؤ في المستويات و امتياز الدول الصناعية بميزة نسبية عالية في هذا النوع من التجارة، وكذلك اعتبار إدراج الخدمات ضمن نظام متعدد الأطراف فيه مساس بالنظام العام والسيادة والأمن القوميين، ولكن نظرا لموقف الدول المتخلفة الراض لتحرير التجارة الدولية في الخدمات انتهى الاجتماع الوزاري عام 1982 بالاتفاق على إعطاء

* وهي اختصار United Nations Conference on Trade and Development

¹ - عبد الله عبد الكريم عبد الله، ضمانات الإستثمار في الدول العربية، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر و التوزيع عمان (الأردن)، 2008، ص 177.

² - عاطف السيد، الجات و العالم الثالث، الطبعة الأولى مجموعة النيل العربية القاهرة (مصر)، 2002، ص 99.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

المزيد من الجهود لدراسات قومية عن مشكلات تحرير هذه التجارة وتقديم توصيات إلى سكرتارية الجات، وقد تقدمت الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بتوصياتها إلى الاجتماع الوزاري للجات في نوفمبر 1984، وتم الاتفاق على تشكيل مجموعات عمل للتفاوض بشأن الخدمات¹.

ونتيجة للضغوط التي مارستها الدول الأوربية على الولايات المتحدة الأمريكية، أتفق على أن تتم مفاوضات تحرير التجارة الدولية في الخدمات خارج النطاق القانوني للجات، وقد وافقت الدول المتخلفة على ذلك بالرغم من معارضتها للاتفاق، حيث جاءت موافقتها بعد استبعاد التهديد الأمريكي بالحظر التجاري على الدول المعارضة للمفاوضات وتعهدت الولايات المتحدة بتفعيل دور الجات في المجالين السلعي والخدمي.

1 - سعيد النجار، النظام التجاري الدولي في مفترق الطرق، بدون طبعة دار الشروق، القاهرة، (مصر) 1994، ص 148.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

المبحث الثاني: الإتفاقية العامة لتحرير التجارة في الخدمات المالية

بعد الحرب العالمية الثانية إقترحت الولايات المتحدة الأمريكية إنشاء منظمة للتجارة الدولية في إطار الأمم المتحدة ليستكمل بذلك التنظيم المؤسسي الدولي في الجانب الإقتصادي، و عليه تم عقد مؤتمر دولي في هافانا 1947 لكن بعض الدول الغنية إمتنعت عن تطبيق القرارات التي جاء بها، فسارع مندوبو 23 دولة إلى إجراء بعض المفاوضات الجانبية في جنيف 1947 والتي نتج عنها "الاتفاقية العامة للتعريف الجمركية" و في أول جانفي 1948¹، دخلت هذه الاتفاقية حيز التنفيذ دون تنظيم مؤسسي، قامت بأعمال السكرتارية لجنة تابعة للأمم المتحدة ظلت هذه الإتفاقية تهتم بشؤون النظام التجاري الدولي متعدد الأطراف على مدى ما يقارب نصف قرن من الزمن، ويمكن أن نعرفها على أنها: "إطار للمفاوضات التجارية متعددة الأطراف لتحرير التجارة الدولية وفقا للأحكام والقواعد المتعارف عليها، تعتبر بمثابة محكمة دولية يتم فيها تسوية المنازعات التجارية بين الدول الأعضاء وهي إطار للإشراف على تجارة السلع في العالم (باستثناء البترول)"²، و من بين أهم المشاكل التي اهتمت بها " الجات " نجد:

أ- **التعريف الجمركية** : وذلك بدراسة ومحاولة إلغاء أو تخفيض القيود الجمركية التي تفرضها الدول الأعضاء على السلع الواردة لبلداتها حيث أن أسلوب التفاوض في الجات يتم على أساس تقديم الدول المتعاقدة في الجات بقائمتين :

• **الأولى** : يتم فيها وضع قائمة بالسلع التي يطلب الدولة العضو تخفيض القيود المفروضة عليها عند التصدير

• **الثانية** : تضم مجموعة السلع التي يمكن أن تستفيد من التخفيض عند عبورها الإقليم الوطني لها كما يمكن للعضو أن يعدل عن هذه التخفيضات في حالة وجود طارئ يمنع من ذلك .

ب- **الالتزام بالامتناع عن فرض الرسوم الأخرى**: بخلاف الرسوم الجمركية ذات الأثر المعادل لهذه الرسوم وتبادل الأطراف المتعاقدة البيانات التفصيلية في هذا الشأن.

ج- **عدم الإجازة بفرض القيود الأولى غير الرسوم الجمركية** : والتي يطلق عليها القيود الغير تعريفية مثل: نظام الحصص ، لكن في هذه النقطة هناك استثناءات وذلك عند دخول بعض الدول المتعاقدة في " الجات " في تكوين تكتلات إقليمية أو ثنائية كالاتحاد الجمركي، منطقة التجارة الحرة، أو سوق مشتركة.

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، الحسابات و الخدمات المصرفية الحديثة، دراسة نظرية و تطبيقية، الطبعة الأولى دار الوسام للطباعة و النشر بيروت (لبنان) 1998 ص 162.

² - بن موسى كمال، المنظمة العالمية للتجارة و النظام التجاري العالمي الجديد، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 2005 ص 64.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

عملت الدول الموقعة على هذه الإتفاقية على تطويرها و السعي وراء إتفاف دولي أكثر حولها حتى تنظمت في شكل المنظمة العالمية للتجارة و هذا ما سنتطرق إليه من خلال هذا المبحث بتقديم المنظمة العالمية للتجارة والإتفاقيات التي جاءت بها بالتركيز على إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية.

المطلب الأول: تقديم عام للمنظمة العالمية للتجارة

المنظمة العالمية للتجارة ثمرة جهود ومفاوضات دامت خمسا وأربعين سنة في إطار الإتفاقية العامة للتعريفات والتجارة، لتكون بمثابة منتدى للتشاور بين الدول الأعضاء حول المشكلات التي تواجه التجارة العالمية، وآليات لفض المنازعات التي تنشأ بينهم، إضافة إلى تقديم بعض المساعدات الفنية والمالية للأعضاء .

أولاً- تطور المنظمة العالمية للتجارة:

كما أشرنا سابقا فإن المنظمة العالمية للتجارة لم تظهر بالصدفة بل نتيجة سنوات من السعي المتواصل من الدول من أجل تنظيم التجارة العالمية،

1- نشأة المنظمة: عقدت في إطار الإتفاقية العامة للتعريفات و التجارة سلسلة من المفاوضات أخذت شكل جولات متعاقبة شاركت فيها الدول الأعضاء في الإتفاقية، بغرض توسيع نطاق المشاركة و حجم التنازلات الجمركية التبادلية، و في هذا الإطار عقدت ثماني جولات خلال الفترة 1947-1993، الجدول (1-2) يستعرض تطورات المفاوضات وأهم نتائجها:

جدول رقم (1-7): جولات التجارة في ظل الإتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة

العام	الإسم	الموضوعات المطروحة	عدد البلدان
1947	جنيف	الرسوم الجمركية	12
1949	آنسي_فرنسا	الرسوم الجمركية	13
1951	توركاى-إنكلترا	الرسوم الجمركية	38
1956	جنيف	الرسوم الجمركية	26
61-60	جنيف(جولة ديلون)	الرسوم الجمركية	26
1967-64	جنيف(جولة كينيدي)	الرسوم الجمركية وتدابير مكافحة الإغراق	62
1979-73	جنيف(جولة طوكيو)	الرسوم الجمركية ، التدابير غير الجمركية	102
1994-86	جنيف(أوروغواي)	الرسوم الجمركية، التدابير غير الجمركية، القواعد، الخدمات، الملكية الفكرية، تسوية المنازعات، المنسوجات، الزراعة، إنشاء منظمة التجارة العالمية.	123
2004-02	الدوحة	الرسوم الجمركية، جميع السلع و الخدمات، التدابير غير الجمركية، مكافحة الإغراق، الدعم الحكومي، إتفاقات التجارة الإقليمية، الملكية الفكرية، البيئة، تسوية النزاعات، قضايا سنغفورة.	144

المصدر: مجلة التمويل و التنمية الصادرة عن صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2002، ص 6.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- **جولة جنيف بسويسرا:** قد عقدت تلك الجولة عام 1947 بحضور 23 دولة وبلغت قيمة التجارة الدولية التي كانت مجالاً للتحرير حوالي 10 مليار دولار وكان الموضوع الأساسي في تلك الجولة يدور حول إجراء تخفيضات في التعريفات الجمركية وقد وصل خفض التعريفات إلى 63% و متوسط خفض التعريفات 32% ويلاحظ أن هذه الجولة تعتبر الجولة الأساسية التي انتهت إلى التوصل للإطار العام للاتفاقية.

- **جولة أنسي بفرنسا:** هي تعتبر أول جولة مفاوضات تعقد في إطار الاتفاقية وقد عقدت عام 1949 واشترك فيها 13 دولة فقط وقد واصل فيها الدول الأعضاء العمليات الخاصة بتخفيض التعريفات الجمركية.

- **جولة توركاى بإنجلترا:** قد عقدت تلك الجولة في تركيا وإنجلترا عام 1951 وقد ضمت 38 دولة بعد أن ازدادت درجة الوعي والرغبة في تحرير التجارة الدولية للدولية، كما تمت مناقشة حوالي 8700 بند من بنود التعريفات الجمركية التي انخفضت بواقع 25% عن تلك السائدة عام 1948.¹

- **جولة جنيف بسويسرا:** استغرقت الفترة من 1952 إلى 1956 وعقدت بجنيف بسويسرا واشترك فيها 26 دولة، كانت قيمة التجارة الدولية التي شملها التحرير تبلغ 2,5 مليار وهو رقم متواضع نسبياً بسبب تغيير التفويض الممنوح للولايات المتحدة الأمريكية في المفاوضات فكانت تستغل حقها الكامل في التفويض وتمنح امتيازات على الواردات بقيمة تقدر بحوالي 900 مليون دولار في حين أنها تحصل على امتيازات تقدر بحوالي 400 مليون دولار.

- **جولة ديلون بجنيف بسويسرا:** تعتبر هذه الجولة هي الجولة الخامسة التي اتسمت بالبحث في إحداث المزيد من تبادل التنازلات والتخفيضات الجمركية بين الدول المشاركة التي بلغت 26 دولة و عقدت خلال الفترة 1960 - 1961 وسميت على شرف نائب وزير الخارجية الأمريكية دوجلاس ديلون الذي اقترح انعقاد الجولة وقد نتج عنها تخفيض 4400 بند من بنود التعريفات الجمركية وقد بلغت قيمة التجارة الدولية المحررة فيها حوالي 49 مليار دولار انطوت على تنسيق أكثر مع الإتحاد الأوروبي في مجال التعريفات الجمركية حيث شهدت تلك الجولة قيام الجماعة الأوروبية الاقتصادية التي تحولت إلى الإتحاد الأوروبي بداية من عام 1962.

- **جولة كينيدي 1964-1967:** حاولت أمريكا في عام 1962 قيادة جولة جديدة للمفاوضات عقب موافقة الكونجرس الأمريكي على السماح للرئيس الأمريكي بالدخول في مفاوضات تخفيض الرسوم الجمركية

¹ - أنظر:

- عبد المطلب عبد الحميد، الجات و آليات منظمة التجارة العالمية - من أوروغواي إلى سياتل و حتى الدوحة، الدار الجامعية الإسكندرية (مصر)، 2005 ص 39، 37.

- أسامة المجذوب، العولمة و الإقليمية، الطبعة الثانية، الدار المصرية اللبنانية القاهرة (مصر) 2001 ص 154، 150.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

إلى ما يقرب من 50 % على أن يتم التفاوض على مجموعة كبيرة من السلع، وقد أقر الكونجرس لأول مرة مساعدات تعديل التجارة، تلك المساعدات تقدم للصناعات الأمريكية التي تواجه صعوبات بسبب تحرير التجارة ويستخدم الدعم المقدم للمساعدة في إعادة التدريب وتغيير هيكل الصناعة للتأقلم مع ظروف التجارة.

لقد شاركت 62 دولة في مفاوضات جولة كيندي وكانت أهم الموضوعات التي تناولتها هي إجراء تخفيضات في الرسوم الجمركية وإقرار إجراءات مكافحة الإغراق، وبالنسبة للرسوم الجمركية فقد تم الإتفاق على إجراء تخفيض جوهري وصل إلى 35% في مقدار التعريف الجمركية على السلع المصنعة وقد غطت هذه التخفيضات أكثر من 64% من السلع المصنعة التي تصدرها الدول المتقدمة وعلى النقيض من ذلك فإن الجولة لم تحقق أي تخفيض يذكر في القيود التجارية على الصادرات و المنتجات الزراعية التي تصدرها الدول النامية، كذلك لم تتعرض للقيود غير الجمركية مثل القيم الكمية، ولقد تحددت فترة خمسة سنوات يتم خلالها إجراء التخفيضات في الرسوم الجمركية على السلع المصنعة (1967 - 1972)¹.

- **جولة طوكيو (1973 - 1979):** كان الموضوع الأساسي الذي تناولته هذه الجولة هو القيود غير الجمركية، حيث لوحظ أنه على الرغم من أن الرسوم الجمركية بدأت في الإنخفاض على السلع المصنعة إلا أن القيود غير الجمركية بدأت في التزايد مما تسبب في إلغاء بعض المزايا التي تحققت من التخفيض الذي تم في الرسوم الجمركية، وإلى جانب موضوع القيود غير الكمية فإن جولة طوكيو قد تناولت أيضا موضوع تخفيض الرسوم الجمركية وهو القاسم المشترك في جميع الجولات، فضلا عن مناقشة إطار الإتفاقيات المختلفة مثل:

- إجراءات مكافحة الإغراق.

- الحواجز الفنية على التجارة.

- الإلزام الحكومي المعوق للاستيراد.

- أسلوب تقييم الرسوم الجمركية.

لقد نجحت جولة طوكيو في تحقيق النتائج الآتية²:

- تخفيض الرسوم الجمركية على السلع المصنعة إلى الثلث خلال فترة تنفيذ تمتد إلى ثمانية سنوات.
- المعاملة التفضيلية للدول النامية التي تصدر السلع المصنعة على ألا تلتزم الدول النامية بالمعاملة بالمثل للدول المتقدمة، ويعد هذا اعترافا واضحا بالحاجة إلى معاملة الدول النامية بصورة تمييزية نظرا لإنخفاض متوسط

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، الجات و آليات منظمة التجارة العالمية-من أوروغواي إلى سياتل و حتى الدوحة، مرجع سبق ذكره ص 38.

² - أنظر:

- محمد سيد عابد، التجارة الدولية، بدون طبعة، مكنية ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1999، ص ص 446،447.

- عياش قويدر، إبراهيمي عبد الله، آثار انضمام الجزائر إلى المنظمة العالمية للتجارة بين التفاؤل والتشاؤم، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا جامعة الشلف العدد 2 ص ص 53،55.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

دخل الفرد فيها مقارنة بالدول المتقدمة، ولكن للأسف استبعدت من صادرات الدول النامية التي تعامل معاملة تفضيلية مجموعة هامة من السلع مثل المنسوجات - الأحذية - الصناعات الإلكترونية وغيرها، الأمر الذي قلل من أهمية هذا الإنفاق، ولم يتم الإنفاق على إجراء أي تخفيضات على القيود المفروضة على الصادرات الزراعية التي تهم الدول النامية.

- **جولة أوروغواي** : تعتبر جولة الأوروغواي من أهم جولات الجات سواء في أبعدها أو طول الفترة التي استغرقتها أو نتائجها، وذلك منذ بداية جولات المفاوضات المتعددة الأطراف حول تحرير التجارة العالمية منذ عام 1947 وحتى التوقيع على تلك الجولة في 15 أبريل 1994 بمدينة مراكش بالمغرب، حيث إنطوت على ضرورة الإتيان نحو تحرير التجارة العالمية بين معظم دول العالم في كل المجالات تقريبا سواء المجالات السلعية أو الخدمية أو الملكية الفكرية أو الإستثمار المرتبط بالتجارة و غيرها من المجالات، وكذلك أسفرت عن إنشاء منظمة التجارة العالمية لتحل محل سكرتارية الجات، وفيما يلي نذكر أهم النتائج التي توصلت إليها مفاوضات الجات¹:

- دعم النظام القانوني للجات لاسيما إجراءات الوقاية من الواردات ومكافحة الدعم والإغراق.
- تخفيض الرسوم الجمركية والحوافز غير الجمركية على التجارة وتوسيع قواعد الجات لتشمل تحرير تجارة السلع الزراعية والمنسوجات والملابس، وتجارة الخدمات والجوانب التجارية المتعلقة بحقوق الملكية الفكرية والإستثمار.

- الإنفاق على الإستمرار في المحافظة على المعاملة التفضيلية للدول النامية بصفة عامة والدول الأقل نموا بصفة خاصة.

- تحقيق قدر أكبر من مشاركة الدول النامية في النظام التجاري الدولي الجديد من خلال تمتع جميع الدول الأعضاء في منظمة التجارة العالمية بحقوق متساوية في التصويت، حيث خصص صوت واحد لكل دولة دون النظر إلى حجم تجارتها الخارجية أو قوة إقتصادها.

- إلغاء نظام الحصص الكمية على الواردات من السلع الزراعية والمنسوجات ويتم إحلالها برسوم جمركية
- تخفيض الدعم المقدم للمنتجات الزراعية المصدرة بنسبة 21% على مدار 6 سنوات وتخفيض الدعم الحكومي للبحوث الصناعية بنسبة 50% من تكلفة الأبحاث، لحماية حقوق الملكية الفكرية فقد تم الإنفاق على منح 20 سنة حماية البراءة الإختراع والعلامات التجارية وحقوق الطبع، وعشر سنوات فقط للدول النامية لحماية المستحضرات الطبية.

- في مجال الخدمات فشلت الولايات المتحدة الأمريكية في التوصل إلى اتفاق يتيح لها دخول الأسواق اليابانية والكورية والعديد من الدول النامية في مجال البنوك والشركات المالية، كذلك لم تستطع إقناع فرنسا و الإتحاد الأوروبي برفع القيود على عرض الأفلام الأمريكية هناك.

¹ - عاطف السيد، الجات و العالم الثالث، الطبعة الأولى مجموعة النيل العربية، القاهرة (مصر)، 2002، ص 26، 27.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- إنشاء منظمة التجارة العالمية للإشراف على تطبيق إتفاقية الجات لعام 1994، ووضع أسس التعاون بينها وبين البنك وصندوق النقد الدوليين من أجل تنسيق السياسات التجارية والمالية للدول الأعضاء.

- إقامة نظام متكامل أكثر إنصافاً لتسوية المنازعات التجارية بين الدول الأعضاء من خلال إصدار قرارات تحكيم ملزمة.

2- تعريف المنظمة العالمية للتجارة: "المنظمة العالمية للتجارة هي عبارة عن إطار مؤسسي واحد يجمع كل الإتفاقيات والوثائق القانونية التي تم التفاوض بشأنها في جولة أوروغواي، وتغطي التجارة في السلع والخدمات، وحماية حقوق الملكية الفكرية، بالإضافة إلى إجراءات تسوية المنازعات، ومع الرصد المنتظم للسياسات التي يطبقها أعضاء المنظمة وبالإضافة إلى ذلك هناك عدد من القرارات والإعلانات الوزارية التي تكمل الإتفاقيات التي تم التوصل إليها"¹.

"كما تعرف منظمة التجارة العالمية بأنها منظمة دولية تعمل على حرية التجارة العالمية من خلال إنتقال السلع والخدمات والأشخاص بين الدول، وما يترتب على ذلك من آثار إقتصادية وسياسية وإجتماعية وثقافية وبيئية وحماية الملكية الفكرية."²

من خلال هذه التعاريف نلاحظ أن منظمة التجارة العالمية، هي منظمة إقتصادية عالمية النشاط ذات شخصية قانونية مستقلة، وتعمل ضمن منظومة النظام الإقتصادي العالمي الجديد، على إدارة وإقامة دعائم النظام التجاري الدولي وتقويته في مجال تحرير التجارة الدولية، وزيادة التبادل الدولي والنشاط الإقتصادي العالمي، وتقف على قدم المساواة مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، في رسم وتوجيه السياسات الإقتصادية الدولية المؤثرة على الأطراف المختلفة في العالم، للوصول إلى إدارة أكثر كفاءة وأفضل للنظام الإقتصادي العالمي.

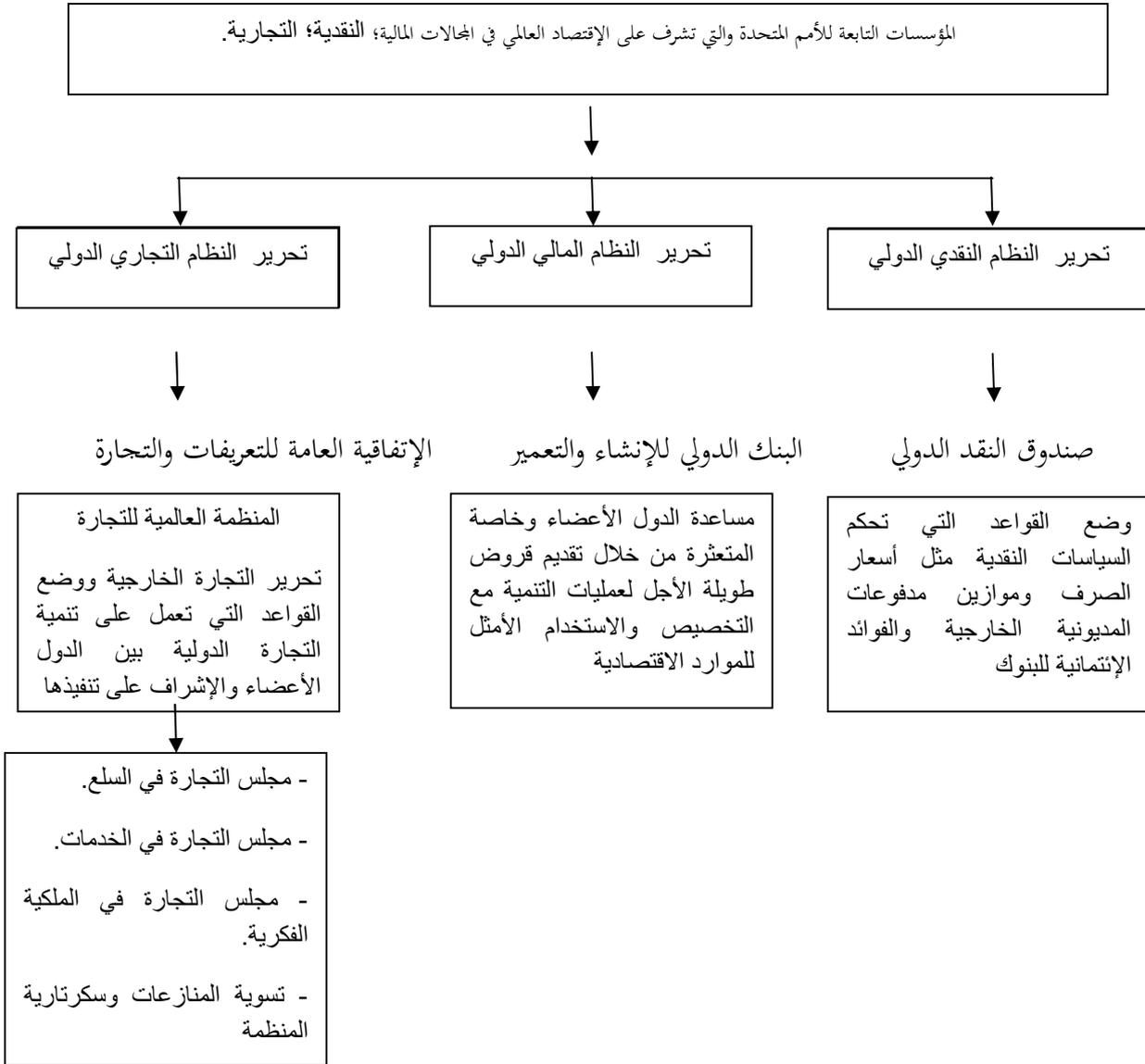
تعتبر المنظمة العالمية للتجارة مثل المنظمات العالمية الأخرى كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي، لكنها تختلف عنها من حيث أنه يتم إتخاذ القرارات فيها بمشاركة كل الأعضاء، سواء من خلال الوزراء المسؤولين، وعادة ما تصدر القرارات بإتفاق الأراء، أي أن منظمة التجارة العالمية لا تفوض السلطة إلى مجلس الإدارة، وليس للموظفين أي تأثير في السياسات الخاصة لكل بلد، كما تعتبر منظمة حكومية، الشكل الموالي يبين لنا موقع منظمة التجارة العالمية:

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، النظام الإقتصادي العالمي الجديد وأفاقه المستقبلية، بعد أحداث 11 سبتمبر، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص ص، 104، 105.

² - سعيد النجار، إتفاقية الجات وآثارها على البلاد العربية، بنون طبعة دار الشروق، القاهرة، 1997، ص 27.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

الشكل (1-7): موقع منظمة التجارة العالمية في الخريطة الاقتصادية العالمية:



المصدر : سامي أحمد مراد. دور إتفاقية تحرير تجارة الخدمات في رفع كفاءة أداء الخدمات المصرفية، الطبعة الأولى المكتب العربي للمصارف القاهرة(مصر) ص 31.

ثانيا: أهداف المنظمة:

- نشأت المنظمة - بعد مجموعة الجولات والمفاوضات التي عرفتها الجات - ، من أجل تحقيق جملة من الأهداف نوجزها فيما يلي¹:
- خلق وضع تنافسي دولي في التجارة الدولية يعتمد على الكفاءة الاقتصادية في تخصيص الموارد .

¹ - إبراهيم العيسوي، الجات وأخواتها، النظام الجديد للتجارة العالمية و مستقبل التنمية العربية، الطبعة الثالثة مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت(لبنان)، 2001، ص 67 .

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- تعظيم الدخل القومي العالمي ورفع مستويات المعيشة من خلال زيادة معدلات نمو الدخل الحقيقي.
 - تحقيق التوظيف الكامل لموارد العالم، وزيادة الإنتاج المتواصل والاتجاه في السلع والخدمات بما يؤدي إلى استخدام أمثل لتلك الموارد، مع الحفاظ على البيئة وحمايتها ودعم الوسائل الكفيلة بتحقيق ذلك.
 - توسيع وخلق أنماط جديدة لتقسيم العمل الدولي وزيادة نطاق التجارة العالمية.
 - توفير الحماية المناسبة للسوق الدولي لجعله يعمل في بيئة مناسبة وملائمة لمختلف مستويات التنمية.
 - محاولة إشراك الدول النامية والأقل نمواً في التجارة الدولية بصورة أفضل.
 - محاولة التبادل الدولي وتنشيط التجارة الدولية بين دول العالم على أسس وقواعد متفق عليها.
- و في ضوء تلك الأهداف جاءت الوظائف والمهام التي يمكن أن تقوم بها المنظمة كما حددتها المادة الثالثة من اتفاقية أوروحواي الموقعة في مراكش، وهي على النحو التالي :
- تيسير ومتابعة تنفيذ وإدارة أعمال الاتفاقية الخاصة بجولة أوروحواي والموقعة في مراكش، والعمل على تحقيق أهدافها كما توفر الإطار اللازم وتنفيذ الاتفاقيات التجارية متعددة الأطراف .
 - تقوم المنظمة بإدارة آلية مراجعة السياسات التجارية للدول الأعضاء.
 - تهيئة الأطراف الدولية للتفاوض بما يتضمنه ذلك من إدارة القواعد والقوانين والإجراءات التي تحكم وتنظم تسوية المنازعات .
 - وضع أسس ومحاور التعاون المختلفة بينها وبين كل من صندوق النقد الدولي للتوصل إلى أعلى درجة من درجات التنافس والترابط في مجال رسم السياسات الاقتصادية العالمية وإدارة الاقتصاد العالمي على أسس أكثر كفاءة .

ثالثاً - إنجازات المنظمة العالمية للتجارة:

- نجحت المنظمة العالمية للتجارة في عاميها الأول والثاني في استكمال إنشاء هيكلها المؤسسي وبدأت بالفعل في ممارسة مهامها.
- بدأ الأعضاء في تنفيذ التزاماتهم وبذكر أن هذا الالتزام في إطار المنظمة (175 التزام للسلع، 40 التزام للخدمات والملكية الفكرية) لا يضاهيه التزام مماثل للشفافية في أي من الترتيبات الإقليمية القائمة فيما عدا الاتحاد الأوروبي.
 - التزمت الدول الأعضاء بالفعل بإزالة كافة العوائق غير الجمركية وخفض الرسوم الجمركية وفقاً لأحكام الاتفاقيات ذات الصلة وجداول التنازلات فضلاً عن تحرير العديد من قطاعات الخدمات، وتطبيق أحكام الشفافية والمعاملة الوطنية في هذا القطاع.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- التزمت الدول الأعضاء بأحكام اتفاقيات مكافحة الدعم والإغراق وإجراءات الوقاية والاتفاقيات المنظمة للإجراءات المصاحبة للتجارة.
 - رغم كون التحرير الذي حققته جولة الأورغواي في قطاع الزراعة بعد تحقيقا جزئيا إلا أنه فاق تحرير أسفرت عنه التكتلات الإقليمية وينطبق نفس هذا الوصف على قطاعي الملابس والمنسوجات وكليهما يعد من القطاعات الحساسة للدول المتقدمة وذات الأهمية التصديرية للدول النامية.
 - لقد باشرت المنظمة منذ إنشائها في مطلع جانفي 1995 نشاطها إلى جانب حل المنازعات التجارية بين الأعضاء وفقا لها نص عليه اتفاق حل المنازعات فإنه يحق للعضو المتضرر من طرف عضو أو أكثر من عضو لأي نوع من أنواع الاتفاقيات المبرمة و التي تقع في إطار المنظمة العالمية للتجارة أن يرفع دعوى إلى المنظمة ممثلة المجلس العام وذلك بعد استنفاد فرص التوصل إلى حل ودي يتلاءم مع روح الاتفاقيات وعندها يتم تشكيل لجنة للتحقيق في الموضوع واقتراح صيغة الحكم الذي يتناسب مع مضمون الدعوى.
- هذه الإنجازات التي أسفرت عنها المؤتمرات الوزارية التي انعقدت في إطار المنظمة و التي يمكن أن نوجزها فيما يلي¹:

- أ- المؤتمر الوزاري بسنغافورة: انعقد هذا المؤتمر في سنغافورة في الفترة الممتدة من 06 إلى 13 ديسمبر 1996 وهو أول مؤتمر ينعقد في إطار المنظمة بعد عامين منذ إنشائها وجاء في البيان الختامي للمؤتمر ما يلي:
- الإعلان الوزاري لدعم المنظمة كمنتدى للتفاوض ومواصلة تحرير التجارة ضمن نظام القواعد المعمول به في المنظمة، وكذلك مراجعة وتقييم السياسات التجارية وخاصة من أجل:
 - تقييم تنفيذ الالتزامات بموجب اتفاقيات وقرارات المنظمة للتجارة العالمية.
 - مراجعة المفاوضات المستمرة وجدول الأعمال.
 - متابعة التطورات في التجارة الدولية.
 - مواجهة تحديات الاقتصاد العالمي المتطورة.
 - الإعلان الوزاري الخاص بالتوسع في تبادل المنتجات وتكنولوجيات المعلومات بين الدول الأعضاء.
- ب- المؤتمر الوزاري الثاني بجنيف (سويسرا): انعقد هذا المؤتمر بتاريخ 18-20 ماي 1998 وتضمن البيان الختامي ما يلي²:

¹ - أنظر:

- عبد المطلب عبد الحميد، الجات و آليات المنظمة العالمية للتجارة من أوروغواي إلى سياتل وحتى الدوحة، مرجع سبق ذكره ص ص 343-351.

- سمير محمد عبد العزيز، منظمة التجارة العالمية ومؤتمراتها الوزارية، بدون طبعة المكتب العربي الحديث، الإسكندرية(مصر) 2006 ص 176.

² - أنظر

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- الإعلان الوزاري الخاص لنظام التجارة بين أكثر من دولتين يؤكد هذا الإعلان على أهمية مساهمة هذا النظام خلال 50 عاما بالنمو والتوظيف والاستقرار من خلال تشجيع تحرير التجارة والتوسع فيها وتهيئة المناخ الملائم للعلاقات التجارية الدولية وفقا للأهداف المنظمة في ديباجات الاتفاق العام حول التعريفات والتجارة واتفاق منظمة التجارة العالمية.
- الإعلان الوزاري الخاص بالتجارة الإلكترونية العالمية.

ج- المؤتمر الوزاري الثالث بسياتل¹: انعقد بتاريخ 30 نوفمبر إلى 99/12/03 ومن أهم القضايا التي طرحت في هذا المؤتمر قطاع الزراعة والذي يمثل أكثر من ثلثي الناتج العالمي الإجمالي تحت الولايات المتحدة الأمريكية المرتبة الأولى عالميا من حيث تصدير المنتجات الزراعية بقيمة 70 مليار \$ في عام 1998 لذلك فهي التي تتحكم في المجريات التجارية العالمية والزراعية وهي حجر الزاوية في المفاوضات وهو الخلاف الذي امتد من جولة الأورغواي هذا الخلاف كان بين مجموعة الدول المنتجة للسلع الزراعية بزعماء الولايات المتحدة الأمريكية التي تسعى إلى تحقيق أقصى قدر من التحرير مقابل الإتحاد الأوروبي الذي يسعى إلى عدم قبول التزامات جديدة تتطلب تغيير السياسة الزراعية للإتحاد الأوروبي كما ترغب الدول الأخرى التي تؤيد في مراعاة الطبيعة الخاصة بقطاع الزراعة عند تحديد معدلات التحرير فللقضية إذن شقيق يتعلق أحدهما بخلاف ما بين الدول النامية والدول المقدمة والشق الآخر يتعلق بخلافات داخل معسكر الدول المتقدمة ذاتها إضافة إلى قطاع الزراعة فقد تمت مناقشة موضوع التجارة في الخدمات وكذلك قضايا دعاوى الإغراق حيث قدمت أمريكا التي تصدر قائمة الدول الكبرى حوالي 90 دعوى إغراق في حين قدمت الدول النامية 44 دعوى إغراق ودول الإتحاد الأوروبي قدمت 47 دعوى، وقضية الملابس والمنسوجات وقضايا ربط التجارة بمعايير العمل وكذلك التجارة الإلكترونية.

د- مؤتمر الدوحة²: عقد المؤتمر الوزاري الرابع لمنظمة التجارة العالمية في دورته الرابعة في الدوحة في الفترة من 09 إلى 2001/11/14 ومن ضمن جدول أعماله مسألة الإعلان عن جولة جديدة للمفاوضات التجارية إضافة إلى حل بعض المشاكل التي يواجهها النظام التجاري المتعدد الأطراف، ولقد عبر المشاركون عن ترحيبهم بانطلاق الجولة الجديدة التي تحمل اسم برنامج الدوحة للتنمية.

- ولقد طرحت عدة مواضيع وقضايا على مائدة محادثات المؤتمر من أهمها:

- تجارة السلع الزراعية.

- قضايا البيئة.

- عبد المطلب عبد الحميد، الجات و آليات المنظمة العالمية للتجارة من أوروغواي إلى سياتل وحتى الدوحة، مرجع سبق ذكره ص ص 343-351.

- بن موسى كمال مرجع سبق ذكره ص 312.

¹ - محمد راتول، محاضرات في الإقتصاد الدولي، وجهة لطلبة العلوم الإقتصادية، جامعة الشلف، 2005-2006 ص 245.

² - المرجع السابق ص 246.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- تجارة المنسوجات. الصحة العامة وحقوق الملكية الفكرية، التجارة الإلكترونية.
- ويتضمن الإعلان الوزاري جملة من النقاط أهمها:
 - الالتزام بإجراء مفاوضات شاملة حول الملف الزراعي، تستهدف تحقيق تحسينات ملموسة في مدخل السوق وتقليل جميع أشكال دعم الصادرات و عمل استقطاعات ملموسة في صور الدعم المحلي التي تضر بالتجارة.
 - العمل على تفعيل وتنشيط الاقتصادي لجميع الأطراف.
 - وأخيرا يقضي النص الجديد بأن تجري منظمة التجارة العالمية مفاوضات واسعة على القضايا الزراعية بمحملها، كما يقضي النص أيضا مفاوضات عن البيئة، كما تمت الموافقة على برنامج عمل تحت رعاية المجلس العام لبحث المسائل المتعلقة بدمج الاقتصاديات الصغيرة والهشة في النظام التجاري متعدد الأطراف.
- هـ- مؤتمر المكسيك¹: 10-14 سبتمبر 2003، في هذا المؤتمر لم يتم الإتفاق على البيان الختامي بسبب عدم الإتفاق على بعض القضايا التي تمت مناقشتها، وهي القضايا المعروفة بموضوعات سنغافورة و المتمثلة في الإستثمار، المنافسة، المشتريات الحكومية، شفافية التسهيلات التجارية، ومن أسباب فشل هذا المؤتمر:
 - طلب البلدان النامية من البلدان المتقدمة إتخاذ قرارات بشأن موضوعات سنغافورة و ليس التفاوض بشأنها، حيث رأت الدول النامية أن التفاوض حول هذه القضية من شأنه أن يبعد الإهتمام عن القضايا الأخرى الأكثر أهمية لها و هي الزراعة و السلع الصناعية.
 - الصيغة غير الديمقراطية التي صيغ بها البيان الختامي، الذي لم يؤخذ بعين الإعتبار الآراء المكتوبة لحوالي ثمانون بلدا بشأن موضوعات سنغافورة.

رابعاً- إجراءات الانضمام والانسحاب من المنظمة:

تبين نصوص إتفاقية إنشاء منظمة التجارة العالمية إلى أن تلك المنظمة تعتبر إجراء مؤسسيا لإجراء المفاوضات التجارية بين الدول الأعضاء فيما يتعلق بالاتفاقات والوثائق القانونية التي تخضع لإشرافه أو تغطي العديد من مجالات التجارة الدولية في السلع والخدمات و الملكية الفكرية وإجراءات الاستثمار المرتبطة بالتجارة ، بالإضافة إلى الوثائق الخاصة بالنواحي الإجرائية وطبيعة عمل المنظمة ، و الإطار التنظيمي لنشاط التجارة الدولية، فيما يلي نوضح إجراءات الانضمام و الانسحاب إلى ومن المنظمة.

1 - الانضمام¹: اعتبرت اتفاقية إنشاء منظمة التجارة العالمية الموقعة في عام 1994 أن كافة الأطراف المتعاقدة في اتفاقية الجات 1947 ، والتي تقبل اتفاقيات جولة أوروغواي ، أعضاء أصليين بمنظمة

¹ - محمد راتول، مرجع سبق ذكره ص 246.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

التجارة العالمية كما يحق لأي دولة أو إقليم اقتصادي أو اتحاد جمركي ، يتمتع بحرية كاملة في ادارة علاقاته التجارية الخارجية ، في الانضمام للمنظمة وكافة الاتفاقيات التابعة لها وفقا للشروط المتفق عليها بين الدول الأعضاء² وتتلخص هذه الشروط في قبول نتائج أوروحواي ككل وتقديم التزامات في مجال السلع والخدمات ومن ناحية أخرى يتولى المؤتمر الوزاري الذي يعقد كل سنتين على الأقل عملية البت في طلبات الانضمام بأغلبية ثلثي أصوات الدول الأعضاء والتي تلزم بالتقدم بجدول تنازلات في السلع وعروض التعهدات في الخدمات وتتفاوض حولها مع مختلف الدول الأعضاء الى أن يتم التوصل للاتفاق حول التزامات العضو الجديد .

2- الانسحاب: وفيما يتعلق بالانسحاب من منظمة التجارة العالمية فقد نظمت تلك العملية المادة 15 من الاتفاقية حيث يحق لأي عضو الانسحاب من المنظمة وكافة الاتفاقيات التابعة لها و يصبح هذا الانسحاب ساريا بعد مضي ستة أشهر من تاريخ ايداع الطرف الراغب في الانسحاب لأخطار محرر بهذا المضمون لدى مدير عام المنظمة.

مع الأخذ في الاعتبار أن الانسحاب من المنظمة العالمية واتفاقياتها يؤدي تلقائيا إلى إسقاط حق الطرف المنسحب في كافة الامتيازات والمعاملات التفضيلية التي كان يحصل عليها بموجب التزامات الدول الأخرى الأعضاء ، ومن ناحية أخرى يصبح العضو المنسحب في حل من كافة التزاماته سواء التي تفرضها أحكام الاتفاقيات أو التي يلتزم بها من خلال جداول تنازلاته في مجال السلع والخدمات وغيرها .

ويضاف إلى اتفاقية إنشاء منظمة التجارة العالمية قد حددت المهلة اللازمة لسريان الانسحاب ، لإتاحة الفرصة أمام الأعضاء الآخرين للتشاور مع العضو المنسحب بهدف الحفاظ على مصالحهم لدى الطرف المنسحب والتي قد تتأثر بموجب انسحابه.

3- الحق في الإعفاء من الالتزامات : أخيرا أشارت اتفاقية إنشاء منظمة التجارة العالمية إلى أن لأي دولة تتقدم للانضمام لعضوية المنظمة ، الحق بالتمتع بالإعفاء من الالتزامات الخاصة بأحكام الاتفاقيات المتعددة الأطراف لتحرير التجارة الدولية تجاه عضو آخر محدد طالما أعربت هذه الدولة عن ذلك قامت بأخطار المؤتمر الوزاري بهذه الرغبة قبل الموافقة على شروط الانضمام التي يقرها المؤتمر الوزاري لكل حالة على حده ، ومن ناحية أخرى يجوز أيضا منح هذا الإعفاء للأعضاء الأصليين لمنظمة التجارة العالمية والمادة 35 هي المعنية بوضع الضوابط التي تكفل حق الدول الأعضاء في التحلل من الالتزامات تجاه أطراف معينة .

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية، بدون طبعة الدار الجامعية، 2002-2003ص 193

² - مصطفى سلامة، قواعد الجات، الطبعة الأولى، المؤسسة الوطنية للدراسات التوزيعية ، 1998ص ص 20-21.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

من الواضح أن هذا الاستثناء يهدف إلى تسهيل انضمام أعضاء منظمة التجارة العالمية واتفاقياتها المختلفة ، وفي نفس الوقت يحافظ على مصالحها وكذا تحقيق الاستقرار العام في الالتزامات بمجرد استكمال إجراءات الانضمام لهذا العضو الجديد.

المطلب الثاني: مفاوضات تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة

بعد إنشاء المنظمة العالمية للتجارة دخلت الدول الأعضاء في سلسلة من المفاوضات، هذه الأخيرة تتميز عن غيرها من جهود تحرير تجارة الخدمات المالية بمنهجها و مبادئها الخاصة، و هذا ما نتطرق إليه فيما يلي:

أولاً- منهج المفاوضات في إطار المنظمة العالمية للتجارة:

تقوم المفاوضات على أساس منهج المطالب والعروض، وتعتمد فكرة هذا المنهج على قيام كل عضو بالتقدم في كل جولة من المفاوضات بالمطالب التي ينتظر الحصول عليها في مجال تحرير تجارة الخدمات، وفي نفس الوقت يتقدم بعرض يتضمن مدى استعداده لفتح قطاعات خدمية لديه أو التطور في تحريرها، ويعد هذا هو المنهج الرسمي للتفاوض.

1- منهج المطالب¹: هناك مجموعة من المطالب المتاحة أمام أعضاء المنظمة والأعضاء المفاوضة من أجل الانضمام إليها، وهي على النحو التالي :

• **محتوى المطالب:** توجد أربعة أنواع من المحتويات داخل أي مطلب، مع مراعاة أنها ليست بدائل لبعضها البعض، كما أن أي مطلب يمكن أن يعود لمجموعة من الأعضاء باعتبارهم مشاركا وحيدا (الاتحاد الأوروبي) أو يعود للعضو بمفرده، والمحتويات الأربعة للمطلب هي:

- **طلب إزالة أو تخفيض قيود قائمة:** وفيه يطلب العضو إلى عضو آخر إلغاء القيود قائمة أو تخفيض المستويات هذه القيود، وقد يتجه المطلب إلى توفير دخول غير مقصور ، وغالبا ما ترتبط هذه المطالب بالالتزامات المتصلة بفتح الأسواق المادة (16) أو المعاملة الوطنية (المادة 17).

- **طلب إضافة قطاع:** وهو حالة طلب أي عضو من عضو آخر إضافة قطاع جديد لم تضمن جداول التزامات هذا العضو.

- **المطالبة بالتزامات إضافية:** قد يكون محتوى المطلب في صورة مطالبة عضو لآخر بالمزيد من الالتزامات المادة (18)، فهذه المادة تتصل بالمسائل التي تخرج عن نطاق المواد (16، 17). ومن أمثلة ذلك الالتزامات التي تمت في إطار معالجة المبادئ التنظيمية في خدمات الاتصالات الأساسية.

¹ - أنظر:

- وصاف عتيقة، مرجع سبق ذكره، ص ص 95-96.

- إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، مرجع سبق ذكره ، ص ص 848-849.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- طلب إلغاء استثناءات شرط الدولة الأولى بالرعاية: قد يرغب المشاركون في تقديم مطالب لإلغاء استثناءات شرط الدولة الأولى بالرعاية، وربما من خلال التشاور في مجلس التجارة في الخدمات يتم طلب تخفيض نطاق أو مستوى هذه الاستثناءات وليس بالضرورة إلغاؤها بل مجرد جعلها في ادنى المستويات.

- **صيغة المطالب:** غالبا ما يقدم المطلب في صورة خطاب بسيط يحدد فيه العضو ما هو مطلوب من عضو آخر، وتشترط (المادة 18 مستوى مرتفعا من التحديد الفني لبعض المسائل محل التفاوض.
- **تبادل المطالب:** يمثل تبادل المطالب عملية ثنائية من الوجهة التقليدية، فهي مجرد مكاتبات من الطالب إلى شركائه في المفاوضات، وليس لسكرتارية الـ GATS أي دور في ذلك، فالعملية تركت لإطار الممارسة الثنائية بالكامل، و بعد استلام المطالب قد يرغب الأعضاء في التشاور كل مع الآخر.

2 - منهج العروض: يعبر منهج العروض عن مجموعة التعهدات والالتزامات وتحديد القيود والالتزامات التي تحكم المعاملات في إطار المنظمة.

- **محتوى العروض:** هناك أربعة أنواع من العروض:

- إضافة قطاع جديد .
 - إلغاء القيود القائمة أو تقديم التزامات في أنماط التوريد التي كانت غير متاحة.
 - التعهدات بالتزامات إضافية في ظل المادة (المادة 18).
 - إلغاء استثناءات شرط الدولة الأولى بالرعاية.
- وقد يلجأ العضو إلى تقديم عرضه إستجابة لكافة المطالب التي تلقاها، علما بأنه ليس بالضرورة أن يعترف أو يشير في عرضه المبدئي إلى كل أو أي من العناصر الواردة في المطالب التي تلقاها .

- **صيغة العروض:** يقدم العرض في صورة مسودة جدول التزامات ومن ثم فهو يحتاج إلى إعداد في خاص، فالنظام في دورة الخدمات الحالية سوف يعتمد على تقديم العروض وفقا لصيغ جداول معدة مسبقا تقوم الدولة بتعبئة بياناتها، وعلى ذلك سوف ينجم عن العلاقة بين العروض والجداول القديمة العديد من القضايا الفنية، وبالذات فيما يتعلق بالوضع بعد ذلك من حيث¹:

- هل سيقوم الأعضاء بتقديم التزاماتهم الجديدة من خلال جداول منفصلة تكون مكملة للجداول التي لم يسبق التقدم بها .
- أم سيقومون بتقديم جداول جديدة تماما ومنقحة تحوي لكافة الالتزامات القديمة والجديدة .

¹ - إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، مرجع سبق ذكره ص ص 849-848.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

وربما يكون من المفضل وبغية تحقيق قدر من الوضوح والدقة القانونية، إتباع الأسلوب الثاني و من ثم فإن أي عرض مبدئي يجب أن يقدم على أساس الجداول القديمة التي سوف يضاف إليها ما هو معروض من التزامات جديدة ، وتجدر الإشارة إلى أن مثل هذه الجداول المنقحة سوف تعد بمثابة مستند للتفاوض فقط ولا ترتب عليها أي وضع قانوني .

• **تبادل العروض:** يتم توصيل العروض إلى الأعضاء على أساس متعدد الأطراف، وذلك على خلاف المطالب التي تبادل على أساس ثنائي، و ترجع أهمية ذلك لإعتبرات الشفافية و التفعيل، حيث يقوم العضو بالاستجابة لكل ما تلقاه من مطالب، كما أن العرض سوف يتاح للتشاور و التفاوض من كافة الأطراف، فالعروض محل التفاوض هي إشارات على مرحلة متقدمة من المفاوضات الثنائية، و من ثم يحتزل طرحها للتشاور و التفاوض جهد المندوبين في إجتماعات مجلس التجارة في الخدمات، كما أن تقديم عرض ما سوف يشعل فتيل عروض أخرى، و تستمر العملية في سلسلة من تتابع المطالب و العروض.

ثانيا- مبادئ المفاوضات:

لقد كان هناك تصور خاطئ لهذه المفاوضات على أساس أنها تسهل التحرير أو الخصخصة للخدمات الحكومية والتي تشمل الصحة وتوزيع المياه والتعليم، وهذا غير صحيح فهذه القطاعات نادرا ما نوقشت في المفاوضات، وقد ركزت هذه المفاوضات على خدمات أخرى، وتدور مبادئ التفاوض حول¹:

1. إن الخدمات العامة (الخدمات الحكومية) مثل تلك التي تقدمها الحكومات على غير أساس تنافسي أو تجاري) هي خارج نطاق الجات وليست موضوعا للتفاوض.
2. إن التحرير لا يعني الخصخصة، فالجات والمفاوضات الجارية لا تتطلب الخصخصة، أو إعادة تنظيم أو التسليع التجاري.
3. العملية طوعية، فلا يوجد بلد مضغوط عليه لأن يحدث أي تغيير في نظامه الخدمي في أي قطاع وهي غير مسؤولة باختيارها .
4. حق التنظيم فهدف الجاتس هو تحرير التجارة وليس إعادة تنظيم الخدمات، وكثير منها منظم لأسباب عديدة، فدلليل التعاون الذي تبناه مجلس التجارة في الخدمات في مارس 2001 يعترف بوضوح بحق الدول الأعضاء في تنظيم وإدخال منظمات جديدة في عرض الخدمات، وأن عملية التحرير سوف تجري متماشية مع أهداف السياسة الوطنية ومستوى التنمية وحجم اقتصاد كل عضو.

¹ - مدحت أيوب، تحرير تجارة الخدمات ودوره في دعم التعاون العربي ، دولة الإمارات العربية المتحدة مركز زايد للتنسيق والمتابعة، 2003، ص، 21، 22.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

5. العملية ديمقراطية، وقد طلب معظم أعضاء المنظمة العالمية للتجارة بضرورة اخضاع نتائج المفاوضات للتصديق عليها في برلماناتهم أو الاستفتاء الشعبي حسب ما تشير به دساتير كل دولة.
6. الشفافية فقد وضعت المقترحات المقدمة من الدول على موقع المنظمة على شبكة الانترنت لإتاحتها للجميع.

بقيت نصوص في الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات يلزم إستكمالها وإستكمال قواعد الإتفاقية التي لم يتم إنجازها خلال جولة الأوروغواي (الوقاية، المشتريات الحكومية، الدعم) بالإضافة إلى مراجعة القواعد والإجراءات المحلية، كما تضمنت الوثيقة الختامية لجولة الأوروغواي مجموعة من القرارات الوزارية الملحققة بها تضمن استمرار المفاوضات في بعض القطاعات الخدمية (الخدمات المالية، الاتصالات، النقل البحري) .

ثالثاً- مفاوضات تحرير تجارة الخدمات المالية قبل و بعد جولة الأوروغواي :

لقد كان تحرير تجارة الخدمات المالية هدفا للسياسة الأمريكية منذ فترة بعيدة ، وهذا ما نبينه من خلال الجدول الموالي الذي يلخص مختلف المحطات الزمنية التي مرت بها الإتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية في الفترة التي سبقت و التي تلت جولة الأوروغواي التي تعتبر نقطة تحول في مسار المفاوضات.

جدول رقم(1-8):مسار المفاوضات خلال الفترة1973-1994

الحدث	الفترة
قدمت الولايات المتحدة الأمريكية تنازلات تجارية للبلدان التي تلغي الحواجز أمام تجارة الخدمات.	1973-1979
حاولت الولايات المتحدة الأمريكية إقناع الأطراف المتعاقدة بضرورة أن يتسع نظام الجات ليشمل التجارة الدولية في الخدمات، إلا أنها كانت محاولة فاشلة.	1982
في الدورة الإعتيادية للأطراف المتعاقدة جرت مناقشات حول المقترحات الأمريكية لكن الدول النامية رفضت.	1984
وافقت الدول الأوروبية على عقد جولة جديدة مع الموافقة على بحث مسألة توسيع نطاق الجات ليشمل تحرير التجارة الدولية في الخدمات.	1985
إجتماع وزاري لإعلان جولة جديدة من المفاوضات عرفت بجولة الأوروغواي، إستمرت سبع سنوات ومن أهم نتائجها، توسيع نطاق الجات ليشمل تجارة الخدمات وتوصلت إلى أول إتفاقية تنظم التجارة في الخدمات.	1986-1994

المصدر : من إنجاز الطالبة بالإعتماد على:

- عبد الواحد العنوري، العولمة و الجات، التحديات والفرص، بدون طبعة، مكتبة مدبولي، القاهرة(مصر)،2000ص ص 54-61.
- عبد الفتاح الجبالي، دورة الأوروغواي والعالم الثالث، حسابات المكسب و الخسارة، مجلة السياسة الدولية، العدد118، 1994، ص ص 203-205.
- شومان عدنان شوكت، إتفاقية الجات الدولية الرابعون دوما والخاسرون دوما، بدون طبعة، دار المستقبل العربي، دمشق (سوريا)،1996، ص ص 39-43.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

و لم يتم إحتتام جولة الأوروغواي إلا بعد تأجيل الموافقة على أمور تجارة الخدمات المالية و تسوية الخلافات بين المجموعة الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية حول تجارة السلع الزراعية والإنتاج الفني، و الإبداع الفكري السمعي البصري¹.

قد اعترضت الدول النامية على إدخال تجارة الخدمات في مفاوضات تحرير التجارة، ولكن بعد عدة مفاوضات أظهرت فيها بعض الدول النامية دورا خاصا في سياقها، وبخاصة المقترحات المقدمة من المكسيك، البرازيل والأرجنتين، أدرج قطاع الخدمات في مفاوضات جولة الأوروغواي بناء على إصرار الولايات المتحدة والدول المتقدمة، مع الأخذ بعين الاعتبار موقف الدول النامية من خلال عدة نقاط:

- إنفصال اتفاقية السلع عن اتفاقية الخدمات.
- على الرغم من أن الاتفاقية تشتمل على جميع القطاعات، فإنها غير ملزمة إلا للقطاعات التي تقدمت فيها الدول بالالتزامات محددة في جداولها الوطنية، (ومسموح للدول النامية إذا ارتأت مصلحتها في ذلك تقديم التزام واحد في قطاع معين).
- قام صندوق النقد الدولي بتجهيز تصنيف تفصيلي لإحصاءات تجارة الخدمات على مستوى الأنشطة الخدمية المختلفة الذي يتفق مع تقسيم الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات.
- مساعدة الدول النامية على تحقيق معدلات كفاءة أكبر في هذا القطاع من خلال تصدير التكنولوجيا ونقلها.

رابعا- مفاوضات تحرير تجارة الخدمات المالية بعد عام 2000 :

انطلقت في جانفي سنة 2000 عملا بالمادة التاسعة من الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات مفاوضات بين الأعضاء في منظمة التجارة العالمية، نظرا لكثرة المقترحات التي تقدم بها الأعضاء حول مجموعة واسعة من القطاعات وعدة قضايا أفقية، وكذلك حول حركة الأشخاص الطبيعيين.

وقد تقدم العديد من الأعضاء بجملة مقترحات حول مجموعة من القضايا الخاصة بتحرير تجارة الخدمات المالية في إطار مسيرة المفاوضات المستمرة على التجارة في الخدمات عموما والخدمات المالية على وجه الخصوص.

في اجتماع لجنة التجارة في الخدمات المالية في 21 أكتوبر 2002، تم البحث في قائمة الدول التي قبلت البروتوكول الخامس للاتفاق التجارة في الخدمات (GATS)، وتبين أن هناك ست دول هي البرازيل، جمهورية الدومينيكا، جامايكا، الفلبين، بولندا و الأوروغواي لم تقبل بعد هذا البروتوكول، فضل هذا البند على جدول أعمال مفاوضات لجنة التجارة في الخدمات المالية، علما بأن هذه القضية هامة لارتباطها بأهمية توفير اليقين القانوني والمصدقية بنظام التفاوض في إطار منظمة التجارة العالمية.

¹ - شومان عدنان شوكت، مرجع سبق ذكره ص 43.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

لم يمضى على مفاوضات الخدمات سوى عامين حيث تم تضمينها في أجندة مفاوضات الدوحة، و تقوم الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات على إلزام الحكومات الأعضاء بإجراء المفاوضات حول قضايا محددة والدخول في جولات متعاقبة من المفاوضات من أجل التقدم في تحرير التجارة في الخدمات، وطبقا لذلك بدأت مفاوضات الخدمات رسميا مع مطلع عام 2000 تحت إشراف مجلس التجارة في الخدمات. و بحلول مارس 2001 كان المجلس قد وفي بالعنصر الرئيسي في الالتزام بالتفاوض و ذلك من خلال إنشاء قواعد تتعلق بإرشادات و إجراءات التفاوض¹.

هذا ما سمح بانعقاد المؤتمر الوزاري الرابع لمنظمة التجارة العالمية في الدوحة خلال فترة ما بين 9-14 نوفمبر 2001، والذي صدر عنه إعلان وزاري جاء فيه أن النظام التجاري المتعدد الأطراف الذي تجسده منظمة التجارة العالمية قد عزز النمو الاقتصادي والتنمية والعمالة على مدى السنين الخمسين الماضية، وأن المنظمة عازمة على المضي في عملية الإصلاح وتحرير السياسات التجارية ضمن المبادئ والأهداف المحددة في اتفاق مراكش والذي أنشئت بمقتضاه المنظمة، مع رفض اللجوء إلى الإجراءات الحمائية. وتضمن الإعلان إشارة إلى الحرص على بذل جهود إيجابية ترمي إلى ضمان حصة البلدان النامية، ولاسيما البلدان الأقل نمواً، في نمو التجارة العالمية، حصة تتناسب مع احتياجاتها ومستلزمات تنميتها الاقتصادية، وأكد الإعلان على حث الأعضاء، عملا بالاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات (GATS) في تنظيم توريد الخدمات، واعتماد أنظمة جديدة بهذا الشأن.

وأوضح الإعلان الاعتراف بالعمل الذي أنجز حتى الآن بالمفاوضات التي انطلقت في جانفي من عام 2000 عملا بالمادة التاسعة عشر من الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات (GATS)، وكثرة المقترحات التي تقدم بها الأعضاء حول مجموعة واسعة من القطاعات وعدة قضايا أفقية، وكذلك حول حركة الأشخاص الطبيعيين. وأكد الإعلان مجددا على المبادئ التوجيهية والإجراءات التي تتبع في المفاوضات، واعتمدها مجلس التجارة في الخدمات في 29 مارس 2001، كأساس لمواصلة المفاوضات بهدف تحقيق أهداف (GATS)، المنصوص عليها في مضمون هذا الاتفاق ومادته الرابعة والمادة التاسعة عشرة، مع تقديم المشاركين مطالبهم الأولية بشأن الالتزامات المحددة بحلول 30 جوان 2002 وعروضهم الأولية بحلول 31 مارس 2002.

وتعرض الإعلان لمسألة التجارة الإلكترونية، مشيرا إلى الاتفاق بمواصلة برنامج العمل الخاص بالتجارة الإلكترونية وأن العمل المنجز حتى هذا التاريخ يوضح أن التجارة الإلكترونية تضع الأعضاء من مختلف مراحل التنمية أمام تحديات وفرص جديدة في مجال التجارة، مما يستلزم تهيئة جو ملائم لتطوير التجارة الإلكترونية في المستقبل والحفاظ عليه، وكلف المؤتمر الوزاري المجلس العام بدراسة الترتيبات المؤسسية الأنسب لإدارة برنامج العمل، ورفع تقرير حول التقدم الذي يحرز لاحقا إلى الدورة الخامسة للمؤتمر الوزاري. وأعلن أن الأعضاء

¹ - عبد المطلب عبد الحميد - الجات و آليات منظمة التجارة العالمية ، مرجع سابق ص 175.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

سيمضون بالممارسة الحالية المتمثلة في عدم فرض رسوم جمركية على عمليات التجارة الالكترونية حتى انعقاد الدورة الخامسة.

وحول العلاقة بين التجارة والدين والمال، نص الإعلان على دراسة هذه العلاقة ضمن فريق عمل يرعاه المجلس العام، والنظر في أي توصيات محتملة بشأن الخطوات التي يمكن اتخاذها ضمن صلاحية منظمة التجارة العالمية وإختصاصها، لتعزيز قدرة النظام التجاري المتعدد الأطراف على المساهمة في إيجاد حل مستدام لمشكلة المديونية الخارجية التي تواجه البلدان النامية والبلدان أقل نمواً، وتقوية تماسك التجارة الدولية والسياسات المالية والنقدية بغية حماية النظام التجاري المتعدد الأطراف من أثار عدم الاستقرار المالي والنقدي. وتضمن الإعلان تأكيداً على أن الأحكام المتعلقة بالمعاملة الخاصة والتفضيلية تشكل جزءاً أصيلاً من اتفاق منظمة التجارة العالمية، خاصة ما سيتصل منها بالدول النامية والدول الأقل نمواً. وأكد على إعادة النظر في الأحكام المتصلة بالمعاملة الخاصة والتفضيلية بغية تقويتها، وجعلها أكثر دقة، وأكثر فعالية، وأكثر قابلية للتطبيق.

وقد حملت اتفاقية التجارة للخدمات في نصوصها الكثير من المواد و الفقرات التي تضع برنامجاً للمفاوضات المستقبلية سواء في مجال استكمال القواعد أو في تطبيق مبدأ التحرير التدريجي. وقد أعطى إعلان الدوحة دفعة سياسية للمفاوضات التي كانت قد بدأت فعلاً، وقد تم تحديد البرنامج الزمني للمفاوضات على النحو التالي¹:

● الطلبات التي تقدمها كل دولة إلى الدول الأعضاء الأخرى و التي تشمل إما طلبات فتح قطاعات أو قطاعات فرعية للخدمات أمام الموردين الأجانب، و إزالة بعض القيود أو الشروط الخاصة بالفاذ إلى الأسواق، و المعاملة الوطنية في القطاعات الواردة في جداول الالتزامات المالية. و حدد تاريخ 30 جوان 2002 لتقديم هذه الطلبات. ك بناء على هذه الطلبات قد تجرى مفاوضات ثنائية أو جماعية لتبادل الآراء.

● بناء عليها تقدم الدول الأعضاء العروض الأولية لما تقدمه من الالتزامات المقبولة بالنسبة لها، على أن تستمر المفاوضات في المراحل التالية: - 31 مارس 2003 (تقديم العروض).

- من 10 إلى 14 سبتمبر 2003 (مراجعة عامة لنتائج المفاوضات).

- 01 جانفي 2005 (نتائج المفاوضات في إطار صفقة واحدة مع باقي المفاوضات الأخرى)

مع منتصف عام 2002 كانت مفاوضات التجارة في الخدمات قد انتقلت إلى مرحلة مهمة من أطوارها و ذلك عندما قامت الدول الأعضاء بتقديم مطالب بالتحرير إلى حكومات شركائهم التجاريين، أمام زيادة الأمل بنجاح جولة المفاوضات الحالية تؤكد بعض الدراسات على كبر حجم المكاسب التي سوف تتحقق من التقدم في التحرير، و بالذات للدول النامية كما تبنت المفاوضات إرشادات و إجراءات جديدة لاستكمال

¹ - صفوت عبد السلام عوض الله، الجات و منظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، بدون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة(مصر)، 2002، ص 37.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

عملية تقييم الأوضاع. حيث أن الاتفاق بشأن الإرشادات سيمثل خطوة مهمة في مجال فتح الطريق أمام الحكومات للتحرك من مرحلة مناقشة صياغة القواعد و التحول إلى مرحلة فتح الأسواق بناء على مقترحات الأعضاء، كما أنها تعني تصديق الأعضاء صراحة على بعض المبادئ الأساسية في GATS.

المطلب الثالث: نطاق تطبيق الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية

يمكن تقسيم نصوص الاتفاقية المتعلقة بالخدمات المالية إلى ثلاثة أقسام رئيسية على النحو الموالي :

- **القسم الأول:** يشمل النصوص الخاصة المكملة لمواد الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات مع الأخذ بعين

الاعتبار خصوصية القطاع المالي، وهو ما يحتويه ملحق الخدمات المالية؛

- **القسم الثاني:** يشمل التعهدات التوعوية في مجال الخدمات المالية وذلك بأسلوب يختلف عن أسلوب

الاتفاقية العامة، وهو ما تضمنته المذكرة حول التعهدات الخاصة بالات---فاقات المالية؛

- **القسم الثالث:** يغطي النصوص المختلفة التي كانت تحمل الطابع المؤقت عن النتائج التي تم التوصل إليها

وتحدد بعض الالتزامات الواجبة على أعضاء اتفاقية تجارة الخدمات.

أولاً- تحرير الخدمات المالية في نص الملحق الأول للخدمات المالية :

فيما يلي نص الملحق الأول الخاص بالخدمات المالية:

1- **التعريف والمضمون:** يطبق هذا الملحق على الإجراءات المتعلقة بأداء الخدمات المالية ومفهوم

الخدمة المالية في هذا الملحق يعني أداء الخدمة وفقاً لتعريفها الوارد في الفقرة 2 من المادة الأولى للاتفاقية، وتعرف الخدمة المالية حسب ما ينص عليها هذا الملحق كما يلي: "هي كل خدمة ذات طابع مالي يقوم بتقديمها مؤدي أو موردي الخدمات المالية لأي بلد عضو"، ولكن على شرط أن لا تكون الخدمات موردة في إطار ممارسة السلطة الحكومية لنشاطاتها، أي يتم استثناء الخدمات الموردة في إطار ممارسات الحكومة من الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، كالأنشطة التي يقوم بها البنك المركزي أو السلطة النقدية لتنفيذ سياسات نقدية أو سياسات خاصة بسعر الصرف، الأنشطة التي تدخل ضمن التأمينات الاجتماعية أو الخطط الخاصة بالتقاعد التي تقدمها الحكومة، النشاطات المالية التي تقوم بها المؤسسات لحساب الحكومة، .. إلخ.

مع العلم أن الفقرة المشار إليها سابقاً تعرف بتجارة الخدمات وفقاً لهذا الاتفاق بأنها أداء خدمة :

- تنشأ من موطن بلد عضو ويتم أداءها في موطن أي عضو آخر؛
- على أرض أي بلد عضو لمصلحة مستهلك الخدمة في أي بلد عضو آخر؛
- بواسطة مؤدي الخدمة لبلد عضو بفضله تواجد بتحاري على أرض أي بلد عضو آخر؛

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- بواسطة مؤدي الخدمة لبلد عضو بفضله تواجد أشخاص طبيعيين على أرض أي بلد عضو آخر¹.

2- التنظيم الداخلي: بالرغم من أي نص آخر في الاتفاق فلا يجوز منع أي عضو آخر من اتخاذ الإجراءات التي يراها مناسبة بدافع الحيطة والحذر أو لحماية المستثمرين والمودعين وحملة وثائق التأمين أو الأشخاص الذين يحتاجون إلى نوع من الحماية من جانب مؤدي الخدمات المالية أو من أجل تأمين الاستقرار للنظام المالي.

3- الاعتراف: يمكن لأي عضو أن يعترف بالإجراءات التحفظية التي تتخذها أي دولة أخرى لكي يستطيع تحديد كيفية تطبيق تلك الإجراءات المتعلقة بالخدمات المالية، حيث يمكن أن يتم هذا الاعتراف بالتراضي أو بغيره ويمكن أن يؤسس على أي اتفاق أو ترتيبات مع البلد المعني، أو أن يسمح بما بطريقة ذاتية مستقلة، أو أن يتفاوض من أجل الوصول إلى اتفاقات أو ترتيبات مشابهة ميوه في ظل ظروف مشابهة في إطار نفس اللائحة سواء بتطبيقها أو متابعتها، وفي حالة موافقة العضو بطريقة ذاتية على تلك الترتيبات فعليه أن يعطي نفس الإمكانية المناسبة لأي عضو آخر لكي يبرهن على أن لديه نفس الظروف.²

أما في حالة ما إذا كان العضو في سبيل الاعتراف بالإجراءات التحفظية لأي بلد آخر فإن الفقرة 4ب من المادة السابعة ستكون غير واجبة التطبيق، حيث تنص هذه الفقرة من الاتفاق على: إبلاغ لجنة تجارة الخدمات في أقرب فرصة وقبل بدء المفاوضات بقدر الإمكان، بشأن عقد اتفاق أو الترتيبات المنوه عنها في الفقرة 1 حتى تتيح لأي عضو آخر الإمكانية الملائمة ليعلن عن رغبته بالمشاركة في تلك المفاوضات قبل أن تدخل حيز التنفيذ.³

4- فض النزاعات: تمنح المجموعات الخاصة المكلفة بفحص المنازعات المتعلقة بالمسائل التحفظية الأخرى كافة الصلاحيات اللازمة والملائمة لطبيعة الخدمات المالية النوعية محل المنازعة.

ثانياً- نص الملحق الثاني عن الخدمات المالية:

يتضمن الملحق الثاني مختلف النصوص والأحكام عن الخدمات المالية .

1. بالرغم من نص المادة من الاتفاق والفقرات 1 و2 من الملحق الخاص بالإعفاء من الالتزامات الموضحة في المادة 2، يمكن للعضو خلال مدة 60 يوم تبدأ بعد أربعة أشهر من تاريخ دخول الاتفاق حيز

¹ - أنظر:

- يابسي الياس، مرجع سبق ذكره، ص93.

- صالح أحمد صالح البربري، عولمة أسواق رأس المال في إطار إتفاقية تحرير الخدمات المالية المخاطر و أساليب مواجهتها، مؤتمر الجوانب القانونية و الإقتصادية لإتفاقيات منظمة التجارة العالمية، دبي 2004، ص 1004-1006.

² - يابسي الياس، مرجع سبق ذكره، ص93.

³ - صالح أحمد صالح البربري، مرجع سبق ذكره، ص 1010.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

التنفيذ، أن يذكر في هذا الملحق الإجراءات المتعلقة بالخدمات المالية التي لا تتلاءم مع الفقرة الأولى من المادة الثانية للاتفاق.

وتنص تلك المادة على: ((فيما يتعلق بجميع الإجراءات التي يغطيها الاتفاق الحالي يمنح كل عضو مباشرة ودون أي شروط الخدمات ومؤدي الخدمات لكل عضو آخر بمزايا لا تقل عن تلك التي يمنحها للخدمات المشابهة ومؤدي الخدمات المشابهة لأي دولة أخرى)).

2. وبالرغم من نص المادة 21 من الاتفاق يمكن للعضو في خلال 60 يوم تبدأ بعد أربعة أشهر من تاريخ دخول الاتفاق حيز التنفيذ أن يحسن أو يعدل أو يسحب كلياً أو جزئياً التعهدات النوعية الخاصة بالخدمات المالية المسجلة في قائمته، وتقوم لجنة تجارة الخدمات باتخاذ كافة الاجراءات اللازمة لتطبيق الفقرات 1 و2¹.

ثالثاً- الخدمات المالية التي نصت عليها الإتفاقية :

نصت الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات في إطار المفاوضات المتعددة الأطراف تقسيم الخدمات المالية إلى صنفان كما يلي²:

1- التأمين والخدمات المتعلقة به والتي تشمل كل من:

- خدمات التأمين المباشرة على الحياة وخدمات التأمين مثل التأمين على الممتلكات والتأمين ضد السرقة والحريق وغيرها؛
- خدمات إعادة التأمين؛
- خدمات الوساطة في التأمين مثل السمسرة والوكالة ؛
- الخدمات المساندة في مجال التأمين كالاتشارة، وخدمات الحسابات المتعلقة بالتأمين، وتحديد المخاطر وفض النزاعات؛
- تقديم خدمات الاستشارة والوساطة المالية وكافة الخدمات المالية والمصرفية المساعدة؛ وخدمات تقويم وتعوض المخاطر.

¹ - أنظر:

- يايسي الياس، مرجع سبق ذكره، ص93.

- مصطفى رشدي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص217.

² .Ying Qian; **financial Services Liberalization and GATS- Analysis of the Commitments Under the general Agreement on Trade in Services (GATS) at the World Trade Organization (WTO) The 20 Annual Conference of PECC Finance Forum**: Issues and Challenges for regional Financial Cooperation in the Asia-Pacific, Thailand; July 8-9;2003; P01.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

2- الخدمات المصرفية والمالية الأخرى والتي تشمل كل من :

- كل الخدمات التقليدية التي تقدمها البنوك مثل قبول الودائع والأموال بين الأفراد والمؤسسات، الإقراض بكافة أشكاله؛
- خدمات المدفوعات والتحويلات بما فيها إصدار مختلف بطاقات الإئتمان والخصم على الحسابات والشيكات السياحية والمصرفية؛
- خطابات الضمان والاعتمادات المستندية ؛
- عمليات النقد الأجنبي والمشتقات وكل العمليات على الأوراق المالية الأخرى؛
- أعمال السمسرة والنقد؛
- التجارة لحساب المؤسسات المالية أو للغير في السوق الأولية أو غيرها من الأدوات ؛
- إدارة الأموال مثل إدارة النقدية ومحافظ الأوراق المالية؛
- خدمات المقاصة والتسويات الأصول المالية؛
- إمداد وتحويل المعلومات المالية ومعالجة البيانات المالية والبرامج المتعلقة بها.

رابعا- مبادئ الإتفاقية¹:

تضمنت الإتفاقية الخاصة بتجارة الخدمات المالية مجموعة من المبادئ، تمثلت فيما يلي :

- 1- **حقوق الاحتكار:** أي أن كل عضو بإمكانه إدراج في ملحقه الخاص بالخدمات المالية حقوق الاحتكار الحالية، ويبدل مساعيه لإزالتها أو التقليل من نطاقها.
- 2- **الوجود التجاري:** البلد الذي يعتبر عضو في الإتفاقية يمنح مقدمي الخدمات المالية من الدول الأخرى حق تأسيس أو توسيع وجود تجاري على أرضه، بما في ذلك شراء مشروعات تجارية قائمة بالفعل ويجوز للعضو فرض شروط وإجراءات من أجل السماح بتأسيس أو توسيع وجود تجاري إلى الحد الذي لا يبطل التزامات العضو، ويجعلها متماشية مع الالتزامات الأخرى للاتفاقية
- 3- **الخدمات المالية الجديدة:** على كل عضو أن يلتزم بالسماح لمقدمي الخدمات المالية الأجانب بتقديم أي خدمة مالية جديدة على أرضيه، فضلا عن الخدمات المالية الأخرى التي يقدموها له.
- 4- **نقل ومعالجة المعلومات:** على البلد العضو أن لا يتخذ التدابير التي تمنع نقل المعلومات أو معالجة المعلومات المالية ، بما في ذلك نقل البيانات بالوسائل الالكترونية، بالإضافة إلى منع التدابير التي تمنع نقل المعدات سواء كانت معدات النقل المعلومات أو لمعالجة المعلومات المالية، أو أداء العمل المهني

¹ - Eric H. Leroux ; **L'accord général sur le commerce des services (AGCS)** : règles propres à des secteurs particuliers; Les Cahiers de Droit : vol 43 ; n° 03 ; septembre 2002 ; pp 396-405.

الفصل الأول:—————تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

لمقدم الخدمة المالية، كما أن الاتفاقية لا تفرض أية قيود على العضو والتي تكون لحماية المعلومات الشخصية أو سرية السجلات والحسابات الشخصية.

5- **الدخول المؤقت للأفراد:** يسمح كل عضو بالدخول المؤقت إلى أراضيه بالنسبة للأفراد التابعين لمقدم الخدمة المالية من الأعضاء الآخرين الذين يرغبون في تأسيس وجود تجاري على أراضيه هذا العضو مثل أفراد الإدارة الذين يحوزون معلومات ضرورية، المتخصصون في خدمات الحاسب الآلي، أو المتخصصون في الاتصالات أو في مجال التأمين، ... إلخ.

6- **المعاملة الوطنية:** إن مبدأ المعاملة الوطنية يلزم العضو أن يمنح مقدمي الخدمات المالية من أي عضو آخر له مقر في أراضيه الحق في الوصول إلى أنظمة الدفع والمقاصة التي تديرها كيانات عامة، كما يمنحهم الحق في الوصول إلى منشآت التمويل الرسمي، ولا يعني هذا الوصول إلى منشآت البنك المركزي.

المطلب الرابع: التزامات الدول الأعضاء في تحرير تجارة الخدمات المالية

تحتوي الإتفاقية العامة للتجارة و الخدمات على مفاهيم و مبادئ عامة و كذلك على القواعد التي تنشئ إلتزامات تطبق على كافة الإجراءات المتعلقة بالتجارة في الخدمات، و يشمل ذلك أي إجراء بواسطة دولة عضو، طالما أن هذه الإجراءات أو الأعمال تمس التجارة في الخدمات.

أولاً - الإلتزامات العامة:

وهي الإلتزامات التي تشمل كافة القطاعات الخدمية في التجارة الدولية، وهي الإجراءات التي تلتزم بها كافة الدول الأعضاء دون أية تفرقة عند هذا التطبيق مع الأخذ بعين الإعتبار المرونة الممنوحة إلى الدول النامية والتي تضمنتها نصوص هذه الاتفاقية، وهي تختلف عن الإلتزامات المحددة التي تختلف من دولة إلى أخرى.

1- أحكام ومبادئ الاتفاقية: تتمثل أهم مبادئ الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات فيما يلي:

- **مبدأ الدولة الأولى بالرعاية:** يقتضي هذا المبدأ تعميم كل المزايا الممنوحة من قبل دولة من أعضاء المنظمة إلى دولة أخرى عضو على سائر الأعضاء فوراً دون الحاجة إلى اتفاق جديد، لكن عندما تكون صناعة دولة بحاجة إلى الحماية من المنافسة أو ترتبط بعلاقات تفضيلية، وكذلك عندما تكون الدولة منضمة إلى كتلت إقليمي فإنها تستثنى من هذا المبدأ، وذلك بموجب المادة 24 من اتفاق الجات بشأن الاتحادات والمناطق الجمركية مع وضع فترة زمنية مدتها عشر سنوات لتعديل الإجراءات غير المنسجمة مع هذا المبدأ، إلا أن الاتفاق الجديد بشأن تجارة الخدمات يحتوي على ملحق يسمح للدول الأعضاء بأن تطالب بإعفائها من هذا الإلتزام، ولا يجوز منح أي إعفاءات من التزم الدولة الأولى بالرعاية إلا بعد دخول الاتفاق حيز التنفيذ وتكون الدولة طرفاً فيه¹.
- **مبدأ الشفافية:** يقصد بهذا المبدأ الاعتماد على التعريفات الجمركية وليس على القيود الكمية التي تفتقر إلى الشفافية، ولهذا ينبغي على الدول التي تسعى إلى حماية صناعتها الوطنية أو علاج العجز في ميزان مدفوعاتها أن تلجأ إلى سياسة الأسعار والتعريفات الجمركية والابتعاد عن القيود الكمية كالحصص (حصص الاستيراد)، ويرجع ذلك إلى أنه في ظل قيود الأسعار يمكن بسهولة تحديد حجم الحماية أو الدعم الممنوح إلى المنتج المحلي حيث تضمنت الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات محوراً هاماً يتمثل في الإفصاح المالي وشفافيته وذلك في المادة الثالثة منها التي أشارت إلى ضرورة تبادل الدول الأطراف لكافة المعلومات والإجراءات التطبيقية والقوانين والتشريعات المتعلقة بالخدمات المالية ذات التأثير المباشر وغير

¹ - حسين الفحل، الجات وآفاق التجارة العربية في الخدمات، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23 - العدد الثاني - 2007، ص 127.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

المباشر¹ على الإتفاقية، "يجب إلزام كل عضو بنشر جميع الإجراءات ذات الصلة و ذات التطبيقات العامة المتعلقة بتنفيذ هذه الإتفاقية أو التأثير على تنفيذها، كذلك نشر جميع الإتفاقيات الدولية المتعلقة بالتجارة في الخدمات أو المؤثرة فيها و التي يكون العضو قد وقع عليها، و في حالة تعذر النشر ينبغي أن تكون المعلومات متاحة بأي طريقة"².

● **مبدأ زيادة مشاركة الدول النامية:** تنص المادة الثالثة والرابعة من اتفاقية تحرير تجارة الخدمات على أن تقوم الدول الأعضاء بمنح تسهيلات من أجل زيادة مشاركة الدول النامية في التجارة الدولية، حيث تعمل هذه التسهيلات المقدمة على تعزيز وتقوية قدرات توفير الخدمات في هذه البلدان وزيادة كفاءتها وقدراتها التنافسية، ولتحقيق ذلك فقد نصت الاتفاقية على أنه خلال سنتين من بدء تنفيذ الاتفاقية يجب أن تقوم الدول المتقدمة بإنشاء نقاط اتصال لتسهيل وصول موردي الخدمات في الدول النامية إلى المعلومات المتصلة بأسواقها، والمتعلقة بالجوانب التجارية والفنية في توريد الخدمات³.

● **مبدأ عدم السماح بالاحتكارات والممارسة التجارية المقيدة:** نظرا لاستخدام بعض الدول الأعضاء الأساليب حمائية والتي من شأنها أن تحد وتعرقل تحرير تجارة الخدمات، فضلا عن الممارسات غير الشرعية التي قد يتبعها مقدمو الخدمات الوطنيين للتمييز والحد من منافسة الأجانب، فقد تم الاتفاق على هذا المبدأ الذي يتمثل في عدم السماح بالاحتكارات والممارسات التجارية المقيدة، وذلك حسب ما تنص عليه المادة الثامنة والتاسعة من الاتفاقية، حيث أعطت الصلاحية لمجلس الخدمات بناء على طلب الدولة المتضررة، على أن يطلب من العضو الممارس لتلك الاحتكارات معلومات محددة تخص هذه العملية .

● **التكامل الاقتصادي:** أتاحت هذه الاتفاقية للدول الأعضاء إمكانية أن يصبحوا أطرافا في اتفاق يتعلق بالتكامل الاقتصادي أو بتحرير القطاعات الخدمية، شرط أن يكون هذا الاتفاق مشتملا على عددا من القطاعات الخدمية الكبيرة من حيث العدد وحجم التجارة وأساليب تقديم الخدمات، مع استبعاد كافة أنواع التمييز من خلال التدابير التمييزية الموجودة بهذا الاتفاق خلال فترة زمنية معقولة، ويستثنى من ذلك التدابير المتعلقة بالقيود الخاصة بوقاية ميزان المدفوعات، المدفوعات والتحويلات، وتدابير الاستثناءات العامة والأمنية المنصوص عليها بالاتفاقية المسموح باتخاذها من قبل الدول الأعضاء

¹ - ليث محمود حسن خطاطية، قضايا منظمة التجارة العالمية وانعكاساتها على الأردن، والدول العربية، بحث مقدم إلى برنامج كرسي منظمة التجارة العالمية، الجامعة الأردنية، 2011، ص 16.

² - عاطف السيد، الجات و العالم الثالث، دراسة تقييمية لجات و إستراتيجية المواجهة، بدون طبعة، مطبعة رمضان و أولاده الإسكندرية(مصر)، 1999، ص ص 51، 52.

³ - عبد المطلب عبد الحميد، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية من أورغواي لسياتل وحتى الدوحة، الدار الجامعية، الإسكندرية - القاهرة، 2002-2003، ص 132.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

ما ينبغي لهذا الاتفاق أن يؤدي إلى تسهيل التجارة في الخدمات بين مختلف الأعضاء، وأن لا يؤدي إلى زيادة الحواجز والعوائق التجارية لهذه القطاعات الخدمية الرئيسية والفرعية، مع الأخذ بعين الاعتبار المرونة الممنوحة بشأن اتفاق التكامل الاقتصادي بالنسبة إلى الدول النامية بما يتناسب مع مستوى التنمية بما، كما تلزم هذه الاتفاقية كل دولة عضو في حالة إبرام مثل هذه الاتفاقات أو توسيعها أو تعديلها أن تتقدم بمذكرة قبل 90 يوماً من ذلك السحب أو التعديل لمجلس التجارة في الخدمات¹.

● **اتفاقات تكامل أسواق العمل:** تتيح هذه الاتفاقية للدول الأعضاء وذلك حسب ما تنص عليه المادة الخامسة على أن بنود الاتفاقية لا تحول دون دخول أعضائها في اتفاق لإنشاء تكامل تام للأسواق العمل بين أطرافه، شرط إعفاء مواطني أطراف الاتفاق المذكور من الشروط المتعلقة بإجراءات الإقامة وتراخيص العمل، ويلزم إخطار مجلس التجارة في الخدمات بهذه الاتفاقات².

كما ينبغي لهذا الاتفاق أن يؤدي إلى تسهيل التجارة في الخدمات بين مختلف الأعضاء، وأن لا يؤدي إلى زيادة الحواجز والعوائق التجارية لهذه القطاعات الخدمية الرئيسية والفرعية، مع الأخذ بعين الاعتبار المرونة الممنوحة بشأن اتفاق التكامل الاقتصادي بالنسبة إلى الدول النامية بما يتناسب مع مستوى التنمية بما، كما تلزم هذه الاتفاقية كل دولة عضو في حالة إبرام مثل هذه الاتفاقات أو توسيعها أو تعديلها أن تتقدم بمذكرة قبل 90 يوماً من ذلك السحب أو التعديل لمجلس التجارة في الخدمات.

● **القواعد والاجراءات التنظيمية المحلية:** ويقصد بهذه القواعد تلك الإجراءات الإدارية التي تصدرها الدولة العضو في الداخل في شكل لوائح وقرارات فتؤثر على تجارة الخدمات وتصبح قيدياً عليها، ويرتبط هذا النوع من الالتزامات في الاتفاقية المسماة ب (الالتزامات المحددة) رغم وروده ضمن الالتزامات العامة، حيث نصت المادة الخامسة منه على أنه يجب على كل عضو من الأعضاء أن يضمن إدارة الإجراءات ذات التطبيقات العامة والتي تؤثر على تجارة الخدمات بطريقة مناسبة وحيادية، كما دعت الاتفاقية الأعضاء إلى إنشاء هيئات أو إجراءات قضائية أو تحكيمية، أو إدارية لإجراء مراجعة فورية بناء على طلب من مورد الخدمات الذي يكون متضرراً من القرارات الإدارية المؤثرة على التجارة في الخدمات وتوفير سبل العلاج إذا وجد ما يبرر ذلك³.

● **الاعتراف بالمؤهلات:** أجازت الاتفاقية في المادة السابعة منها للعضو تحقيق هدف التطبيق الكلي أو الجزئي لمقاييسه أو معايير الخاصة بمنح التراخيص أو الإجازات أو الشهادات لموردي الخدمات بأن

¹ - أنظر: - رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية وفقاً لاتفاقية الجات في مجال الخدمات، مرجع سبق ذكره ص ص 181-

182.

² - عبد المطلب عبد الحميد، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية من أوروغواي لسياتل وحتى الدوحة، مرجع سبق ذكره، ص 131.

³ - مصطفى رشدي شبيحة، مرجع سبق ذكره، ص 193.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

يعترف بالتعليم أو الخبرة المكتسبة أو المتطلبات المستوفاة أو بالإجازات والشهادات التي يمنحها بلد آخر، طالما أنها جديدة بالاعتراف بما وفق معايير دولية، كما لا يجوز للعضو أن يمنح الاعتراف بطريقة تجعل منه وسيلة للتمييز بين البلدان عند تطبيق العضو لمقاييسه ومعايير له منع التراخيص والإجازات والشهادات لموردي الخدمة أو قيودا على التجارة في الخدمات¹. وفي جميع الأحوال السابقة تلتزم الدول الأعضاء بإخطار مجلس تجارة الخدمات خلال عام من بدء نفاذ اتفاقية منظمة التجارة العالمية بتدابير الاعتراف القائمة بموجب هذه الأشكال السابقة.

● **التدابير الطارئة للوقاية:** تسمح اتفاقية الجاتس لأي دول عضو باتخاذ مجموعة من الاجراءات الوقائية الطارئة والتي تتمثل في سحب أو تعديل التزاماتها المحددة بالتحرير بعد عام واحد فقط من بدء تنفيذها، شريطة أن يبرهن هذا العضو لمجلس التجارة في الخدمات أن هذا التعديل أو الانسحاب لا يحتمل مرور الثلاث سنوات التي يقضي بها الاتفاق في الأحوال العادية وهذا وفق نص المادة 10 منها.

● **المدفوعات والتحويلات:** تلتزم الاتفاقية الدول الأعضاء بعدم فرض أية قيود على المدفوعات والتحويلات الدولية المستحقة السداد مقابل عمليات جارية تتصل باستيراد الخدمات الواردة في التزاماتها المحددة (المادة 11) كما يسمح الاتفاق للدول الأعضاء أن تعترض أو تبقي على قيود أنشطة التجارة في الخدمات التي قامت بتقديم التزامات محددة بشأن تحريرها بما فيها القيود على المدفوعات والتحويلات، وذلك في حالة حدوث صعوبات شديدة أو صعوبات في الأوضاع المالية الخارجية أو تهديد بوقوع هذه الصعوبات بشروط أهمها:

- أن تكون هذه القيود مؤقتة ومتماشية مع أحكام صندوق النقد الدولي؛

- أن لا تميز بين الأعضاء وأن لا تتجاوز ما هو ضروري لمعالجة مثل هذه الصعوبات؛

ومن المعروف أن الضغوط على ميزان المدفوعات في الدول الأعضاء التي تمر بمرحلة التنمية الاقتصادية أو التحول الاقتصادي تتطلب استخدام قيود للحفاظ على الاحتياطات النقدية لتنفيذ برامج التنمية.

● **القيود الخاصة بوقاية ميزان المدفوعات:** بموجب المادة 18 من اتفاقية الجات والتي تكفل حق الدول الأعضاء في التخلي المؤقت من الالتزامات لاعتبارات تتعلق بالعجز في ميزان المدفوعات، أما بالنسبة للاتفاقية العامة لتجارة الخدمات فتجد المادة 12 منها منحت هذا الحق للدول التي تواجه صعوبات خطيرة في ميزان المدفوعات أو صعوبات مالية خارجية، أو حتى تهديدات بحدوث مثل هذه الأزمات، فتجيز للدولة العضو أن تفرض قيودا على التجارة في الخدمات التي التزمت بها في تعهداتها المحددة بما فيها المدفوعات والتحويلات.

¹ - مصطفى رشدي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص 193.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

● **المشتريات الحكومية:** نصت المادة 13 من الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات على إلغاء أحكام الاتفاقية الخاصة بشرط الدولة الأولى بالرعاية أو التزامات تحرير الخدمات، وذلك بالنسبة لقوانين المشتريات الحكومية من الخدمات والتي لا تهدف من خلالها الحكومة إلى تحقيق أغراض تجارية، مما يعني الحد من نطاق الاتفاقية كون المشتريات الحكومية في هذه الخدمات تمثل نسبة عالية من إجمالي المعاملات في مجال تقديم الخدمات وعلى سبيل المثال أعمال المقاولات والخدمات الاستشارية.

2- **الاستثناءات:** تتضمن الاتفاقية نوعين من الإستثناءات التي يحق للدول الأعضاء التمتع بها وفقا لضوابط محددة وفيما يلي توضيح ذلك¹:

● **الاستثناءات العامة:** وتشمل بمقتضى ما نصت عليه المادة 14 مجموعة من التدابير التي تتخذها الدول والتي تتعلق بحماية الآداب العامة والنظام العام، حماية الحياة أو الصحة البشرية أو الحيوانية أو النباتية، أو احترام القوانين والاجراءات الضرورية والأنظمة التي لا تتعارض مع أحكام اتفاقية الجاتس مثل منع حالات الغش أو حماية البيانات الشخصية ونشرها وحماية سرية السجلات والحسابات الشخصية،... إلخ.

● **الاستثناءات الأمنية:** لا تطبق اتفاقية الجاتس على المعلومات اللازمة للحفاظ على المصالح الأمنية الأساسية أو المتصلة بطريقة غير مباشرة بتوريد خدمات لأغراض عسكرية، أو فرض قيود على المواد الإنشطارية والإنصهارية والمواد المرتبطة بها، عمل إجراءات حامية في زمن الحرب والطوارئ،... إلخ.

● **الدعم:** أقرت الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات في نهاية الجزء الثاني والخاص بالالتزامات العامة بخطورة الدعم وآثاره السلبية على تجارة الخدمات، حيث ألزمت الاتفاقية في المادة 15 على دخول الأعضاء في مفاوضات تحرير الخدمات من نظام الدعم ووضع الضوابط والاجراءات المناسبة للتخفيف من آثاره الضارة، وفي نفس سياق المادة السالفة الذكر فإن كل عضو يتأثر سلبيا بالدعم الذي يقدمه عضو آخر فله الحق أن يطلب عقد مشاورات مع هذا العضو ويجب أن يستجيب الأخير بعناية لهذا الطلب، وبالتالي إيجاد الحل المرضي للطرفين عن طريق التشاور.

ثانيا- الإلتزامات المحددة:

إضافة إلى الإلتزامات العامة المفروضة على كافة الدول الأعضاء في الإتفاقية، توجد إلتزامات خاصة والتي تطلق عليها نصوص الإتفاقية بالتعهدات المحددة، لا تطبق على كافة الدول الأعضاء، وإنما يقتصر تطبيقها على

¹ - مزبود ابراهيم، إنعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية - واقع وتحديات -، حالة بعض البلدان العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر 03، 2010-2011، ص76.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

الدول الأعضاء التي تقدم تعهدات في قطاعات خدمية محددة في جداول معينة، ويحق لهذه الدول أن تقدم بجانب هذه التعهدات مجموعة من القيود أو الشروط التي تراها ملائمة لتحرير هذه القطاعات الخدمية، تتمثل هذه الإلتزامات في مبادئ و أربعة أساليب لتقديم الخدمات نبينها من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم(1-9): الإلتزامات المحددة و أساليب تقديمها

مبدأ النفاذ للأسواق	مبدأ المعاملة الوطنية	التعهدات المحددة
أساليب تقديم الخدمات		
تقديم الخدمات عبر الحدود	الإستهلاك في الخارج	التواجد التجاري
		التواجد المؤقت للأشخاص الطبيعيين

المصدر: رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية وفقا لاتفاقية الجات في مجال الخدمات، مرجع سبق ذكره، ص 190.

يمثل الجدول أعلاه مجموعة الإلتزامات والأساليب المحددة و التي تفرضها المنظمة على أعضائها ، ويمكن تلخيص هذه الأساليب والإلتزامات فيما يلي :

1- مبدأ النفاذ إلى الأسواق: لم تحدد اتفاقية الجات ما المقصود بالنفاذ إلى الأسواق، ولكنها قررت في المادة 16/1 فيما يتعلق بالنفاذ إلى الأسواق من خلال طرق التوريد المحددة في المادة الأولى، حيث يقدم كل عضو لموردي الخدمات من عضو آخر معاملة لا تقل عن تلك المنصوص عليها بموجب الأوضاع والاشتراطات المتفق عليها والمدرجة في جدول التنازلات الخاصة به، وهذا يتضمن أنه على كل عضو أن يعلن أولا جداوله ويحدد القطاعات التي يطبق في حقها مبدأ النفاذ إلى الأسواق، حيث منعت الاتفاقية في البداية أن يعتمد العضو أو يستبقي على ستة إجراءات في إقليمه، لكنها عادت وقررت أنه من حق أي عضو أن يدرجها كلها أو بعضها في جداول التزاماته ولا يجوز له أن يستخدمها أو يطبقها، وهذه الإجراءات الستة الممنوعة هي¹:

- تحديد عدد الخدمات المقدمة؛
- تحديد قيمة المعاملات في الخدمات أو الأصول المستخدمة،
- تحديد الكمية الكلية من ناتج الخدمات؛
- تحديد عدد الأشخاص الطبيعيين المستخدمين؛
- تحديد الكيانات القانونية التي يمكن أن تقدم من خلالها الخدمات؛
- تحديد مساهمة ومشاركة رأس المال الأجنبي.

¹ - أنظر: رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية وفقا لاتفاقية الجات في مجال الخدمات، مرجع سبق ذكره، ص 191.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

2- مبدأ المعاملة الوطنية: يعتبر هذا المبدأ من بين المبادئ المعتمدة في اتفاقية الجات (الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة)، ونظرا للأهمية الكبيرة له فقد أدرج ضمن الالتزامات المحددة في الجات (الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات)، حيث يهدف هذا المبدأ في اتفاقية الجات إلى إتاحة الفرصة المتساوية بين السلع الوطنية والأجنبية فور عبورها الحدود الوطنية، ويمنع فرض الضرائب والرسوم التي تفرض للتمييز بين السلع الوطنية والأجنبية وكذلك القيود والإجراءات التي تفرق في قنوات التوزيع الداخلي بين الإنتاج المحلي والمستورد، وخلال المفاوضات بين الدول الأعضاء على التجارة في الخدمات أقر السماح بالترقية الخاصة بكل عضو وهذا نظرا لصعوبة تطبيق هذا بين الخدمة الوطنية والأجنبية بشرط تدوين ذلك في جداول الالتزامات المبدأ كاملا على تجارة السلع.

3- التعهدات الإضافية : أقرت الاتفاقية أيضا التزامات تدخل في إطار الالتزامات المحددة وهي التزامات غير مدرجة في جداول العضو بمقتضى المواد 16 و 17، ويجب أن يتحرى بشأنها مفاوضات بصدد الإجراءات الواجب إتباعها، وهذه الالتزامات تتعلق بالمؤهلات والمقاييس والتراخيص والتي تعتبر ضرورية لممارسة الخدمة أو تقديمها، ويجب أن تدرج نتيجة هذه المفاوضات في جداول العضو، والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول رقم (1-10): الإلتزامات المحددة في إطار المفاوضات

التعهدات الإضافية	القيود على المعاملة الوطنية	القيود على النفاذ إلى الأسواق	أسلوب تقديم الخدمة	التعهدات
	تطبق التدابير الضريبية فقط بمعاملة تختلف عن الوطنيين	لا يوجد	1- عبر الحدود	أولاً: تعهدات أفقية تطبق على كل القطاعات
	لا يوجد إلتزام بالتعويض عن الضرائب المفروضة	لا يوجد	2- الإستهلاك الخارجي	
	لا يوجد إلتزام بالتعويض عن القوانين	حد أقصى لرأس المال	3- التواجد التجاري	
	لا يوجد إلتزام ما عدا أنواع الأشخاص الطبيعيين المتطلبين في الجزء الخاص بالنفاذ للأسواق.	لا يوجد إلتزام ما عدا نقل المديرين والمتخصصين بالمسائل الاقتصادية لمدة عام بالدولة العضو	4- التواجد المؤقت للأشخاص الطبيعيين	
	لا يوجد إلتزام بهذا المبدأ	إشتراط التواجد التجاري	1- عبر الحدود	ثانياً- تعهدات تطبق على قطاعات محددة
	لا يوجد قيد	لا يوجد قيد	2- الإستهلاك الخارجي	
	لا يوجد إلتزام بهذا المبدأ	أن يكون 25% من الإدارة من الوطنيين	3- التواجد التجاري	
	لا يوجد إلتزام ما عدا الموجودة	لا يوجد إلتزام ما عدا الموجودة	4- التواجد المؤقت للأشخاص	

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

الطبيعيين	بالتعهدات الأفقية	بالتعهدات الأفقية	
-----------	-------------------	-------------------	--

المصدر: رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية وفقا لاتفاقية الجات في مجال الخدمات، مرجع سبق ذكره، ص 196.

من جدول التعهدات المحددة يتضح لنا أن التعهدات تكون في جزئين هما :

- التعهدات الأفقية والتعهدات في قطاعات محددة بالإضافة إلى أن كل جزء منهما ينقسم إلى خمسة أعمدة متماثلة كما هو مبين بالجدول: العمود الأول، للقطاع أو القطاع الفرعي، والثاني لأساليب التقديم، الثالث للقيود على النفاذ إلى الأسواق و الرابع على المعاملة الوطنية والخامس للتعهدات الإضافية، ويمكن توضيح مكونات كل جزء من جدول التعهدات المحددة كما يلي¹:

- **التعهدات الأفقية:** وهي تلك التعهدات التي تنطبق على كافة الخدمات، وذلك في القطاعات الخدمية الرئيسية و الفرعية، و أساليب توريد هذه الخدمات، والتي جرى تسجيل تعهدات والتزامات محددة بشأنها في الجزء الثاني من الجدول، وغالبا ما تعلق تلك التعهدات بأساليب تقديم الخدمة، وما يرد عليها من قيود، ويلاحظ أن العمود الأول من التعهدات الأفقية يشمل القطاع أو القطاع الفرعي وفي العمود الثاني أساليب التقديم وفي العمود الثالث القيود على المعاملة الوطنية، حيث يسجل العضو قيوده في هذا المجال، بالنسبة لكل واحد من الأساليب الأربعة. وفي العمود الخامس، التعهدات الإضافية ويقصد بها ما يتقدم به العضو من تعهدات من تلقاء نفسه وليس بناء على مفاوضات مع الأطراف الأخرى .
 - **التعهدات في قطاعات محددة:** وهي تلك التي تنطبق على الخدمات في قطاعات معينة، سواء كانت قطاعات رئيسية أو قطاعات فرعية، و في العمود الأول، نلاحظ أن العضو يجب عليه تحديد القطاع الرئيسي أو الفرعي، أو نوع الخدمة محل التعهدات، بكل دقة وتفصيل. وفي العمود الثاني منجد أيضا الأساليب الأربعة لتقديم الخدمة تحت بعضها بالترتيب الذي عرض به دائما، وفي العمود الثالث والخاص بالقيود على النفاذ إلى الأسواق.
- أما فيما يتعلق بالأساليب²:

¹ - أنظر:

- رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية وفقا لاتفاقية الجات في مجال الخدمات، مرجع سبق ذكره، ص 197.

- وصاف عتيقة، مرجع سبق ذكره ص ص 94-95.

- ابراهيم محمد الله عبد الرؤوف محمد، مرجع سبق ذكره ص ص 846-849.

² -مصطفى رشدي شبيحة، مرجع سبق ذكره، ص 229.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- **التوريد عبر الحدود:** يقصد بذلك الخدمات المتنقلة فيما بين الحدود والتي لا تتطلب الانتقال الشخصي للمنتج (المورد) أو المستهلك (المستفيد)، كالعديد من الخدمات المصرفية والاستشارية بأنواعها التي يمكن أن تتم بالبريد أو الفاكس أو البريد الإلكتروني.
- **التواجد التجاري:** أي الخدمات التي تباع أو تقدم في إقليم أحد الأعضاء بواسطة وحدة شرعية تقيم ولها وجود في هذا الإقليم أو في إقليم عضو آخر، وذلك ما يسمى بالتواجد التجاري، كمثال عن ذلك فتح فرع لمصرف أجنبي في أحد الدول لممارسة نشاط مصرفي فيها.
- **انتقال مؤقت للأشخاص الطبيعيين:** وهي الخدمات التي تحتاج إلى انتقال مؤقت للأشخاص الطبيعيين، وبعبارة أخرى انتقال مواطني دولة ما لأداء الخدمة في دولة أخرى كما يحدث في حالة الخبراء والمستشارين الأجانب.
- **انتقال المستهلك:** أي الخدمات التي تحتاج انتقال مستهلك الخدمة إلى دولة تقدم الخدمة كما يحدث في حالة السياحة، التعليم، الصحة.

ثالثاً - تقييم الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات: إن آثار تحرير التجارة في الخدمات على البلدان النامية، قاسية خصوصاً على المدى القريب والمتوسط، حيث سيكون من الصعب على هذه البلدان وفي ظل الظروف الاقتصادية التي تعاني منها حالياً الدخول في حلبة المنافسة مع الدول الصناعية المتقدمة وتحديدًا مع الشركات متعددة الجنسيات التي تسيطر على الجزء الأعظم من تجارة الخدمات، ومنه يمكن حصر أهم الآثار الإيجابية والسلبية فيما يلي¹:

1- الآثار الإيجابية: هناك مجموعة من الآثار الإيجابية التي يمكن أن تنجم عن اتفاقيات تجارة الخدمات في منظمة التجارة العالمية ، ويمكن إيجازها فيما يلي:

- أن تعاضم المنافسة في ظل سوق مصرفية مفتوحة يؤدي إلى تقديم أفضل الخدمات ومنه رفع كفاءة الجهاز المصرفي.
- تخفيض تكاليف الخدمات المصرفية وتحسين مستوى جودة تلك الخدمات.
- رفع مستوى أداء المخاطر واختيار أفضل الوسائل لعلاج الأزمات المصرفية والمالية.
- تنوع وتطوير الأدوات المصرفية وتطوير نظم وأساليب العمل في مجال الخدمات المصرفية والمالية وتقديم أدوات تقنية مستحثة.

¹ -عبد المطلب عبد الحميد، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية من أورغواي لسياتل وحتى الدوحة ، مرجع سبق ذكره، ص 163.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

- تحسين المناخ الذي تعمل فيه البنوك وتطوير النظم الإشرافية والرقابية، وهو ما يزيد القدرة على مواجهة العولمة المالية.

2- الآثار السلبية: إن انعكاس الاتفاقيات الخاصة بتجارة الخدمات بشكل ايجابي لا يمنع من وجود آثار سلبية في هذا الجانب، ويمكن تلخيص هذه الانعكاسات السلبية فيما يلي:

- تعتبر أغلب الدول النامية مستورد صافي للخدمات، وبالتالي فإن تحرير تجارة الخدمات على المستوى العالمي لن تستفيد منه هذه الدول، كما أن معظمها يعاني من عجز في ميزانها الخدمي.
- تسيطر الشركات متعددة الجنسيات على حصة معتبرة في التجارة العالمية في مجال الخدمات، لذلك فإن تحرير التجارة الدولية يعتبر فرصة كبيرة لهذه الشركات، لفرض سيطرتها على أسواق الدول النامية، وبالتالي القضاء على شركات الخدمات المحلية لهذه الدول.
- حدة المنافسة في مجال الفنون الحديثة في العمل المصرفي مما قد يؤدي إلى خروج بعض الوحدات المصرفية من السوق المصرفي.

الفصل الأول: تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة

خلاصة الفصل:

زادت أهمية تجارة الخدمات على المستويين المحلي والدولي مما ساعد على نموها وتطورها بشكل كبير، الأمر الذي دفع الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية والتي تمتلك مزايا نسبية وقدرات تنافسية كبيرة في مجال تجارة الخدمات على إدراج قطاع الخدمات لأول مرة ضمن المفاوضات المتعددة الأطراف في إطار اتفاقية الجات، وكان ذلك عقب نهاية آخر جولة من جولات مفاوضات الجات والتي عرفت بجولة لأوروغواي الشهيرة التي دامت من 1986 إلى 1993، سعيًا منها إلى تحرير تجارة الخدمات من مختلف القيود والإجراءات التنظيمية والتشريعية التي تعيق وتحد من وصول موردي الخدمات الأجانب إلى مختلف الأسواق الوطنية والدولية، وعدم التمييز بين موردي الخدمات المالية المحليين والأجانب، ليتم بذلك تحرير تجارة الخدمات جنبًا إلى جنب مع تحرير تجارة السلع، رغم المعارضة الشديدة من طرف البلدان النامية التي تعتبر مستورد صافي للخدمات المالية في العالم، وتخوفها من أن تقود هذه المفاوضات إلى وضع قيود والتزامات من شأنها أن تعيق إقامة أو نمو هذه الصناعة الناشئة لديها.

وتعتبر الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات أول جهد دولي متعدد الأطراف تم التوصل من خلاله إلى وضع الإطار القانون والتنظيمي الذي يحكم وينظم التجارة في مجال الخدمات بصفة عامة والخدمات المالية بصفة خاصة، وقد خصصت هذه الاتفاقية ملحق خاص بتنظيم قطاع الخدمات المالية، وحددت كذلك مجموعة الالتزامات والمبادئ التي تفرضها على الدول الأعضاء دون تفرقة أو تمييز عند هذا التطبيق مع الأخذ بعين الاعتبار المرونة الممنوحة للدول النامية التي تضمنتها نصوص الاتفاقية، كما تم في إطار هذه الاتفاقية عقد العديد من المفاوضات المتعددة الأطراف من أجل حل كل المشاكل العالقة وتحت مظلة المنظمة العالمية للتجارة للعمل على رفع كافة أشكال القيود التي تعيق تحرير تجارة الخدمات المالية وتعزيز من تنافسية خدماتها المالية في الأسواق العالمية.

و عليه فإن عملية تحرير تجارة الخدمات المالية أصبحت ضرورة حتمية أملتتها الظروف العالمية لاسيما في إطار عولمة تجارة الخدمات و تدويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، وسعي العديد من الدول إلى الحصول على العضوية في المنظمة العالمية للتجارة وعدم قدرتها على البقاء في معزل عن الاقتصاد العالمي، لذلك سوف نخصص الفصل الموالي لنوع هام من الخدمات المالية و كيف تأقلم مع المتغيرات العالمية، ألا و هو بورصات الأوراق المالية.

الفصل الثاني

واقــــــــــــــــع

بورصــــــــــــــــات الأوراق

المالــــــــــــــــية

العربيــــــــــــــــة

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

تمهيد:

تعتبر بورصة الأوراق المالية أهم أداة في اقتصاد أي دولة، فهي تحظى بإهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، ويعود السبب في ذلك للدور البارز الذي تلعبه في تحويل الأموال من وحدات الفئات إلى وحدات العجز، وحشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الإقتصاد القومي وزيادة معدلات الرفاهية لأفراده مما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره، هذا من جهة ومن جهة أخرى يعتبر نشاط أسواق الأوراق المالية مرآة تعكس حيوية الإقتصاديات ومؤشرا للتغيرات والإضطرابات التي تعاني منها هذه البلدان، لأن إتجاه الأسعار في بورصات الأوراق المالية هو مؤشرا لبداية لأي انتعاش أو ركود اقتصادي، هذا ما استنتجه الكثير من خبراء بورصات الأوراق المالية حول العالم في سياق دراستهم لتطور أسعار الأوراق المالية في مختلف أسواقها العالمية.

مواكبة للعالم زاد إهتمام الدول العربية بتطوير الهياكل المالية فيها، وذلك في إطار الإصلاح الهيكلي لإقتصادياتها، وإدراكها بأهمية الدور الذي تؤديه بورصات الأوراق المالية خاصة في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الإقتصادية إلى جانب الوظائف الأخرى التي تضطلع بها بورصات الأوراق المالية، فشهدت معظم الدول العربية قيام بورصات للأوراق المالية فيها وكذا بعض المؤسسات التي تساند عملها كبيوت السمسرة والتقاص والتسوية وصناديق الإستثمار؛ فبينما لم يكن في المنطقة العربية سوى ست بورصات في منتصف الثمانينات من القرن الماضي، تضاعف عددها لتتقارب في معظم الدول العربية، و عليه سوف نخصص هذا الفصل للوقوف على واقع البورصات العربية وذلك من خلال النقاط التالية:

المبحث الأول: تقديم بورصة الأوراق المالية

المبحث الثاني: أداء بورصات الأوراق المالية العربية

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

المبحث الأول: تقديم بورصة الأوراق المالية

نشأت البورصات ونمت كحاجة ولدتها التطورات المتلاحقة التي عرفتتها إقتصاديات الدول، وبحث الإنسان المستمر عن الثروة لتنمية وتطوير أعماله.

المطلب الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية

"البورصة" كمصطلح أو لفظ دخيل على اللغة العربية، إذ أنها كلمة لاتينية معناها كيس من القماش لحفظ النقود، شاع استخدامها كتسمية لتمييز نوع خاص من الأسواق عن غيرها، تلك الأسواق التي يتم فيها عقد الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية، المكان الذي يطلق عليه في لغتنا العربية "المصْفَقُ" * لأنها المكان الذي تعقد فيه الصفقات.

أولاً: مدخل إلى البورصة

قبل الحديث عن تعريف البورصة نحاول الإشارة إلى المحطات المختلفة التي مرت بها قبل أن تصبح على الشكل الذي هي عليه اليوم.

1- نشأة البورصة

من غير الممكن تحديد التاريخ الدقيق لظهور البورصات، لأنها لم تظهر بالشكل الذي نراها عليه اليوم بل كانت و مازالت في تطور مستمر لتعكس التقدم الإقتصادي والإجتماعي للدول، فبمتابعة تاريخ الأمم يمكن أن نتبين وجود أنشطة تشبه إلى حد ما نشاط ما نسميه بورصة في وقتنا الحالي عند الحضارات القديمة حتى وإن لم تكن تعرف بهذه التسمية ، فمثلاً "كان الفراعنة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم و الإتفاق عليها وتحديد أسعارها لدى "عزير مصر" حيث يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامه " ¹ كما وجدت بعض الآثار لمثل هذه الأسواق في أثينا كتلك المسماة *emponuim* ، وفي روما *la collegia mercatorum* التي أقيمت في القرن الخامس عشر قبل الميلاد ، حيث قامت الإمبراطورية الرومانية بتجميع الأموال من المدخرين لبناء روما أي أن المشاريع الضخمة للإمبراطورية وتكاليف شراء الأدوات الحربية ولدت الحاجة لتجميع الأموال، فكانت فكرة اللجوء لأفراد المجتمع و توزيع عبئ الإستثمار عليهم من خلال شركات كلفت بمهمة تجميع الأموال، أما عند العرب فعرف التجار نظام بورصات السلع وتمويلها والإتفاق الآجل عليها من خلال شيخ بندر التجار.

ثم تطورت هذه الأسواق مع إتساع حركة الكشوفات الجغرافية ومن ذلك، إكتشاف الأمريكيتين و طريق الهند وما انجر عن ذلك من إزدهار لحركة التجارة، وزيادة معدلات التبادل، الأمر الذي ولّد الحاجة إلى شركات النقل لشحن البضائع و مبادلاتها في الأسواق المختلفة سواء كانت تلك الأسواق حاضرة أو آجلة، كما حتمّ هذا التطور والتوسع المستمر في الأنشطة التجارية وجود مركز أو سوق دائم تتم في داخله الأعمال.

* الجمع: مصافقُ، أنظر: إبراهيم أنيس وآخرون، المعجم الوسيط، الطبعة الرابعة، مجمع اللغة العربية، مكتبة الشروق الدولية، 2004، ص 517.

1- صلاح السيد جودة بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة مطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية (مصر)، 2000 ص 10.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

ومن أقدم البورصات التي أقيمت في العالم بورصة أمستردام و التي تزامن ظهورها مع تأسيس شركة الهند الشرقية الهولندية، هذه الأخيرة تعد الشركة الأولى التي تماثل الشركات المساهمة الحالية، حيث ابتكرت فكرة تقسيم ملكية الشركة إلى أجزاء صغيرة (أسهم) للسماح لعدد كبير من صغار المدخرين المساهمة في تمويل المشاريع الكبيرة كما كان بعض المساهمين يقومون بالمساومة على بيع الأسهم من أجل إستعادة رأس المال والمقابل يساوم بعض التجار المساهمين الجدد على شراء الأسهم، ومن هنا ظهرت علاقات البيع و الشراء، أو علاقات العرض والطلب التي لم تكن لها في البدايات الأولى أماكن محددة بل كانت تتم إما على قارعة الطريق أو في أماكن ضيقة مختلفة فينتقل بذلك التجار ورجال الأعمال من مكان إلى آخر، وغالبا ما كانت وجهتهم فندقا مملوكا لعائلة " فان ديربرس" البلجيكية van der beurse والتي إشتهر عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد إشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسرة لنزلاء الفنادق الوافدين إلى المدينة، و" يعتبر المؤرخون عام 1339 بمثابة العام الذي ولد فيه مصطلح البورصة نسبة إلى إسم العائلة السابقة الذكر التي كانت تستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية التي كانت تنحصر وظيفتها في تلك الفترة بقبول الودائع و منح القروض¹ حيث شاع عند الناس العبارة " سننوجه إلى البورصة"² و إستخدموها في عاميتهم.

ومع نهاية القرن الثامن عشر شكل ظهور الثورة الصناعية منعطفا هاما حيث تغير الوجه الإقتصادي للعالم، ولا سيما مع ظهور المشاريع الكبيرة التي أصبحت تفوق المقدرة الفردية، وبهذا نشأ مفهوم الشركات المساهمة التي تقوم على أساس مشاركة المساهمين في ملكية المشاريع، مما خلق الفضاء المناسب لتوظيف الأموال وكذا إعطاء الفرصة للشركات والحكومات على الإقتراض من خلال طرح الأسهم والسندات، فانتشر التعامل بالصكوك المالية وظهرت بالتالي بورصات الأوراق المالية التي إنتشرت في جميع أنحاء أوروبا ومنها إلى الولايات المتحدة الأمريكية ومعظم دول العالم، كما تطورت عملياتها وأصبحت تخضع للرقابة والأنظمة القانونية الخاصة بكل دولة، إلى أن أصبحت هذه الأسواق تستخدم أحدث أجهزة ووسائل الإتصال لتنفيذ الطلبات والأوامر كالإتصال التليفوني، الفاكس، شبكة الإنترنت هذه الأخيرة التي فتحت للبورصة آفاق جديدة بتخليصها من القيود المكانية و الزمنية.

2- تعريف البورصة

وردت للبورصة عدّة تعريفات نذكر بعضها فيما يلي:

❖ " هي مجموع العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء أكان موضوع الصفقة حاضرا _ وجود عينة منه _ أو غائبا عن مكان العقد أوحى لا وجود له أثناء التعاقد، لكن يمكن أن يوجد"³

¹ - عصام حسين أسواق الأوراق المالية دار أسامة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008 ص 9.

² - Jean- François Susbielle comprendre la bourse sur internet édition D'organisation 2001 p 58.

³ - صبري هارون أحكام الأسواق المالية دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن الطبعة الأولى 1999 ص 23.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

❖ " هي المكان الذي يجتمع فيه عدد كبير من الأشخاص، الوسطاء، لكي يقوموا فيما بينهم بعمليات مختلفة تتعلق ببضائع أو صكوك مالية " ¹

❖ " سوق تقوم على تبادل منتج (سلعة / خدمة / فكرة) ما بين بائع و مشتري كل منهم لديه الرغبة والقدرة على إتمام عملية التبادل وفق القواعد و الشروط المتفق عليها " ²

نلاحظ أن التعريف الأول ركز على نوع من البورصات ألا هو البورصة المنظمة مهملاً بذلك البورصات غير المنظمة وما لها من دور كبير في التأثير على المتغيرات الإقتصادية إضافة إلى ما يدور فيها من حجم كبير للمعاملات، كما إعتبر التعريفان البورصة سوق رغم أنها تتميز عن غيرها من الأسواق بمجموعة من المواصفات سواء ممن حيث موضوع التعامل، أو من حيث كيفية عقد الصفقة، التسليم والإستلام وحتى المتعاملين ³.

3-أنواع البورصات

إمتد نشاط البورصة ليشمل مختلف مجالات الحياة وتبعاً لذلك تعددت أنواعها، التي يمكن تصنيفها حسب مجموعة من المعايير والأسس كما يلي:

جدول رقم(2-1): أنواع البورصات

من حيث المنتجات المتداولة
المجموعة الأولى بورصات السلع وهي البورصات التي يتم في إطارها تبادل كل ما هو مادي ملموس و يمكن التعامل عليه، ومن هنا يمكن أن نميز بين:
البورصات التي تتبادل فيها البضائع كالمنتجات الزراعية مثلاً (قطن، قمح، بن، سكر، شاي،... الخ)
بورصة القطع: كما تسمى سوق الصرف حيث يتم التعامل بالعملات.
بورصة المعادن النفيسة.
بورصة الأوراق المالية.
المجموعة الثانية بورصات الخدمات تتنوع بتنوع المجالات التي يمكن إستخدامها فيها ومن أهمها: السياحة، الفنادق، بورصات التأمين....
المجموعة الثالثة بورصات الأفكار تتعلق بعرض وبيع حقوق الإختراع، العلامات التجارية و صفقات نظم المعلومات،...

¹ - محمد يوسف ياسين البورصة منشورات الحلبي الحقوقية بيروت (لبنان) الطبعة الأولى 2004 ص 15.

² - حسان خضر تحليل الأسواق المالية سلسلة جسر التنمية العدد السابع و العشرون تصدر عن المعهد العربي للتخطيط بالكويت مارس 2004 السنة الثالثة ص 03.

³ - أنظر: - شمعون شمعون البورصة وبورصة الجزائر دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع الجزائر طبعة 1999 ص ص 09، 10.

- محمد يوسف ياسين البورصة مرجع سبق ذكره ص 16.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

المجموعة الرابعة بورصات العمل وهي مكان إلتقاء العمال في إجتماعات تقترح فيها عليهم خدمات متنوعة.
من حيث المجال الزمني
بورصات المنتجات الحاضرة حيث يتم الإلتفاق والإستلام والتسليم فورا.
بورصات العقود الآجلة أين يتم الإلتفاق دون التسليم أو الإستلام سواء للمنتجات أو الأثمان.
من حيث مجال التعامل الجغرافي
بورصات محلية تقتصر معاملاتها على المستوى المحلي فقط.
بورصات دولية تتسع لوجود المستثمرين الأجانب فهي بورصات ضخمة تمتد معاملاتها إلى المستوى الدولي.
من حيث التسجيل و الإعتراف الحكومي
بورصات رسمية تنشأ و تمارس فيها المعاملات وفقا للقوانين، القواعد، والنظم و الرقابة الحكومية.
بورصات غير رسمية تحدد شروط الإنضمام و العقوبات والجزاءات دون تدخل من الدولة مما يجعلها عرضة لمخاطر وتقلبات حتمية.
من الجانب الفقهي
بورصات تقليدية: منتشرة في معظم بلدان العالم لا يتقيد فيها بأحكام الشريعة الإسلامية
بورصات إسلامية: هي بورصات تراعي أحكام الشريعة الإسلامية، سواء من حيث الأدوات المالية المتداولة في السوق، أو من حيث أساليب التعامل.

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على:

- عصام فهد العريد، الإستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية و التطبيق)، الطبعة الأولى دار الرضا للطباعة و النشر 2002 دمشق (سوريا) ص 23 .
- محسن أحمد الحضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة الطبعة الثانية إيتراك للنشر والتوزيع القاهرة(مصر) 1999 ص 25.
- محمد الحناوي وأخرون، الإستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية مصر 2007 ص 39.
- مروان شحوط، كنجو عبود كنجو، أسس الإستثمار، بدون طبعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة جمهورية مصر العربية، 2008 ص 97.

ثانيا: مفهوم بورصة الأوراق المالية

ظهرت بورصات الأوراق المالية بسبب التوسع المستمر في النشاط الإقتصادي الذي تمخض عنه زيادة عدد و حجم المشاريع بشكل فاق القدرات الذاتية للوحدات الإنتاجية و أجبرها على الإشتراك في تمويل المشاريع.

1- تعريف بورصة الأوراق المالية

من بين التعاريف الكثيرة التي وردت لها نذكر مايلي:

- " مكان إلتقاء و تبادل بمعنى سوق بين عرض و طلب رؤوس الأموال طويلة الأجل، حيث أن أداؤها ممثلة في قيم منقولة (أسهم و سندات أساسا) " ¹.

¹ - محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية الإقتصادية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية الجزء 1 و 2 جامعة الجزائر دفعة 1999-2000 ص 95.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

- "سوق تباع فيها و تشتري الحقوق التي ترد على الثروة، أسهم و سندات و أدوات مالية أخرى"¹
- " المقصود بسوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم و سندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ، ففي الأولى تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار و السماسرة بشكل مباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية"². وإن تعددت هذه التعاريف إلا أننا نجد أن معظمها إتفق على أن:
بورصة الأوراق المالية هي سوق لكن ليس كباقي الأسواق المتعارف عليها إذ تقتصر فقط على الأوراق المالية، وأن التعامل فيها يكون دوريا في أوقات محددة و معروفة لدى الجميع، وتبرم فيها الصفقات بالبيع و الشراء للقيم المتداولة بين أعوان مختصين معتمدين، أو هي ذلك النظام الذي وجد من أجل تسهيل عملية تبادل الأصول المالية التي تتمثل في الأسهم و السندات بمختلف أنواعها و العقود التي تتمثل في المشتقات المالية.

2- تقسيمات بورصة الأوراق المالية والأطراف المتعاملة فيها

• تقسيمات بورصة الأوراق المالية:

تقسم بورصة الأوراق المالية إلى سوقين: السوق الأولي أو سوق الإصدار، و السوق الثانوي أو سوق التداول، و التفرقة هنا تستند على شخصية عارض الأوراق المالية، هل هو المصدر الأساسي لها أم هو شخص آخر إمتلك هذه الأوراق المالية بالشراء من فترة.

✓ **السوق الأولي** : "أين يتم التعامل بالإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشاريع قائمة من خلال زيادة رأس المال، أي أن الشركات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، ومن ثم طرحها للإكتتاب سواء كان الإكتتاب عام أو خاص مما يعطي الفرصة للجميع، الأفراد و الهيئات المختلفة للمشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال"³، أي أن هذا السوق ما هو إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات وبذلك تنشأ علاقة بين عارضي الأموال "المكتتبين" و طالبي الأموال "أصحاب المشروعات"

"يتم إصدار و تصريف الأوراق المالية إما بطريق مباشر حيث تقوم الجهة المصدرة بالإتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تبيع لها الأسهم و السندات التي أصدرتها، و إما أن يتم ذلك بطريق غير مباشر و هو قيام مؤسسة مختصة - عادة ما تكون مؤسسة مالية - بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً"⁴ ، يوجد العديد من هذه المؤسسات المالية المتخصصة في الولايات المتحدة مثل مؤسسة فرست بوسطن، و مؤسسة مورجان و ستانلي و غيرها، أما في الدول التي تتسم بورصات أوراقها

¹ - أسامة محمد الغولي زينب عوض الله إقتصاديات النقود و التمويل دار الجامعة الجديدة مصر طبعة 2005 ص 264.

² - ضياء مجيد الموسوي البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات) منشورات image الطبعة الأولى 1998 ص 05 .

³ - Alain Choinel Gérard Rouyer le marché financier revue banque édition (paris) Septième édition 1999 p 41.

⁴ - عبد الغفار حنفي ، رسمية زكي قريا قص البورصات و المؤسسات المالية الدار الجامعة (صر) طبعة 2002 ص 305 .

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

المالية بالصغر فإن مهمة الإصدار تقوم بها بعض البنوك التجارية، وعندما تلجأ الشركة إلى البنوك لتتولى إصدار الأوراق المالية نيابة عنها، يمكن للبنوك أن تقوم بذلك من خلال ثلاث طرق¹:

أ. عروض الاكتتاب الكامل: وفيها يلتزم البنك بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل ومهما كانت إستجابة السوق.

ب. عروض بذل أقصى جهد: وفيها يلتزم البنك ببذل أقصى جهد لتحقيق الإكتتاب الكامل للعملية، ولكنه لا يقدم في النهاية إلى المؤسسة إلا ما توصل إليه من إكتتابات فعلية مهما كانت نسبتها من إجمالي العملية.

ج. العروض المزدوجة: ويلتزم فيها البنك إلتزاماً نهائياً بتقديم مبلغ معين (نسبة معينة) من إجمالي قيمة العملية والباقي يبذل فيه أقصى جهد.

✓ **السوق الثانوي:** في هذا السوق يتم التعامل بالأوراق المالية التي تم طرحها في السوق الأولي أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة، قد يتخذ هذا السوق شكلان : أسواق منظمة و أسواق غير منظمة، كما قد تضم أجزاء أخرى يطلق عليها السوق الثالث و السوق الرابع.

✓ **السوق الثالث:** و هو فرع من السوق غير المنظم، مما يعني أن صفقات بيع و شراء الأوراق المالية تتم خارج السوق، ويتم التعامل من خلال بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، ومن أهم أسباب وجود هذه السوق هو إعتقاد العملاء - المؤسسات الإستثمارية - بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، مع إمكانية التفاوض على مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة و أن سمسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة.

✓ **السوق الرابع:** الذي يتشابه مع السوق الثالث في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، إلا أن التعامل يتم عن طريق الإتصال المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة وبين الأفراد دون الحاجة لأعضاء بيوت السمسرة، في هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه، ومن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسمسرة.

الجدير بالذكر أنه لا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة إتصالات تجمع ما بين السمسرة والتجار والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة، أي أن هذه الأسواق تعتبر أسلوباً لأداء الصفقات أكثر منه مكان لعقد الصفقات².

¹ - محمد صالح الحناوي محال فريد مصطفى جلال العبد الإستثمار في الأوراق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2003/2002 ص 10.

² - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر و التوزيع عمان (الأردن)، 2010، ص 37.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

• المتعاملون في البورصة:

تجمع البورصة بين أربعة أطراف، العارضين، الطالبين و الوسطاء و المراقبين للعلاقة بين العرض و الطلب، إلا أن العارضين و الطالبين يختلفون باختلاف مفهومنا للعرض و الطلب، فيمكن النظر إليهم من خلال زاوية العرض و الطلب على رؤوس الأموال، أو من خلال زاوية العرض و الطلب للقيم المنقولة و فيما يلي نقصد بالطالبين والعارضين كل من الطالبين والعارضين لرؤوس الأموال وعلى هذا الأساس نحدد الأطراف الأربعة كما يلي :

✓ **الطالبون:** وهي الشركات التي تصدر السندات و الأسهم لتمويل إحتياجاتها، إضافة إلى الحكومة التي تصدر السندات لتمويل العجز الموازي أو لإمتصاص السيولة أو لخصخصة الشركات عن طريق مشاركة القطاع الخاص في شراء الأسهم و السندات.

✓ العارضون:

* الإدخار الجماعي أو الطلب على رأس المال من قبل المؤسسات التي تتمثل في البنوك و شركات التأمين، وصناديق الإيداع و الإدخار، و شركات التوظيف و الإستثمار و صناديق الإستثمار وهي الشركات التي من أهم وظائفها توظيف أموالها و أموال عملائها في البورصة.

* الإدخار الفردي، إلا أن هذا النوع قليل وغالبا ما يفضل النوع الأول عليه نظرا لما يتميز به النوع الأول من تجميع وتعبئة الإدخار المتاح لدى الأفراد بصورة منظمة، و تقديم إدخارات و توظيفات ثابتة و مستمرة كما أنه يعوض الأفراد عن نقص خبراتهم و معلوماتهم وبالتالي يقلل من المخاطر.

✓ **الوسطاء الماليون:** يعرف الوسطاء الماليون على أنهم " الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل

المباشرة بين المقرضين و المقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي " ¹

✓ **المحكمون و المراقبون:**

إذا كان التوفيق بين رغبات الطالبين و العارضين يحتاج إلى السماسرة فإن وظيفة البورصة ليست فقط إتمام العمليات و إنما أيضا ضمان إنتظامية العمليات و شرعيتها و الرقابة على السوق لمنع أي إنحراف لذلك يكون لكل بورصة مجموعة من الهيآت تكون وظيفتهم التنظيم و التثمين و المعلومات و الرقابة.

ثالثا: مقومات نجاح بورصات الأوراق المالية

المقصود بالنجاح في هذا المقام ليس زيادة أحجام التداول أو إرتفاع الأسعار، بل قيام البورصة بواجبها، وهو توفير السيولة للمستثمرين الأمر الذي يتطلب توفير مقومات النجاح لتلك البورصة وإحاطتها بالضمانات اللازمة من النواحي القانونية والتنظيمية والإدارية لتفادي العقبات التي تعترض عملية تطويرها الأمر الذي يساعد في قيامها

¹ - الطاهر لطرش تقنيات البنوك ديوان المطبوعات الجامعية (الجزائر) الطبعة الثانية 2003 ص 7.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

بدورها بفاعلية، و هذا ما سنتطرق إليه فيما يلي بتقسيم الشروط إلى عامة أي ترتبط بإقتصاد الدولة بصفة عامة، و أخرى خاصة أي تتعلق ببورصة الأوراق المالية في حد ذاتها.

1- الشروط العامة

وهي الشروط التي تتعلق بالمحيط الإقتصادي العام الذي تتواجد فيه بورصة الأوراق المالية ومن ذلك:

- وجود نظام إقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في إنمائها والحصول على أكبر عائد ممكن، ومن غير الممكن تصور قيام أو اعتماد بورصة للأوراق المالية في ظل سيادة الدولة على الإقتصاد وتهميش أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الخوصصة أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأسمالها للعمال أو للمواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، وفتح رؤوس أموالها أمام المدخرين، الأمر الذي سيؤدي - في حالة اعتمادها - تلقائيا إلى تنشيط عملية الإدخار الذي يفضي بدوره إلى إقامة سوق البورصة.

- الإستقرار السياسي و الإقتصادي وذلك من خلال توافر خطة إقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الإيمان بالحرية الإقتصادية كمنهج عمل، وبالدور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، ومدى الرغبة لدى راسمي السياسات الإقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره، بإعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات والفوائد الخاصة ونقلها إلى أوجه الإستخدام لعملية الإنتاج.
- وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة و الإقتصاد الوطني.
- وجود عملة وطنية قوية تتمتع بحد معقول من إستقرار قيمتها.
- مستوى من الدخل يعطي الأفراد القدرة على الإدخار.
- توافر الوعي الإستثماري و الثقافة البورصية لدى الأفراد.
- وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم و فعال لما له من دور بالغ الأهمية في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض و أصحاب العجز في التمويل.
- كما يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة في العالم على ما توفره الحكومة من رعاية و حماية لهذا السوق¹.

2- الشروط الخاصة

ويمكن إيجازها في ثلاث شروط أساسية:

- شرط الذرية: يقوم هذا الشرط على ثلاثة مبادئ تهدف إلى جعل بورصة الأوراق المالية أكثر تنافسية وبالتالي أكثر قدرة على جذب الإدخار وهي:

¹ - محمد الصيرفي البورصات دار الفكر الجامعي الإسكندرية (القاهرة) الطبعة الأولى 2006 ص 36، 37.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

* مبدأ تعايش قسمي السوق: فكلاهما مهم و لازم للآخر ومكمل له، فالسوق الأولية هي المرحلة الأولى في نشاط البورصة حيث تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية و طرحها للإكتتاب في البورصة وبالتالي تحصل على الأموال اللازمة لتمويل المشروعات أو التوسع في المشاريع القائمة، أما المرحلة التالية فتتم في السوق الثانية، السوق التي تسمح للمكتتبين في السوق الأولى بتغطية إحتياجاتهم من السيولة.

* مبدأ تعدد المتدخلين: فوجود عدد كافي من المتدخلين سواء كانوا بائعين أو مشتريين، عارضين أو طالبين، يوفر لبورصة الأوراق المالية حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال لها.

* مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: من أجل تقليص المخاطر.

● شرط السيولة *fluidité*: " يقصد بها مجموعة الخصائص التي إذا توفرت في سوق ما جعلت من الممكن سهولة تسويق الأوراق المالية فيه"¹ و هو شرط يهدف إلى ضمان فعالية سير بورصة الأوراق المالية عن طريق مجموعة من المبادئ:

* مبدأ حرية الدخول و الخروج: أي سهولة الدخول والخروج من و إلى السوق دون مضايقات أو حواجز.

* مبدأ حرية الإستثمار: بعدم التمييز بين المستثمرين، أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق تسري على الجميع دون تمييز.

* مبدأ عدم إستقرار رأس المال: لضمان سيولة الإدخار للمستثمرين لأجل طويل، وكذا حرية تنقل رؤوس الأموال.

* مبدأ الإستقرارية: فتتأثر أسعار الأوراق المالية بنوعين من المخاطر، مخاطر خاصة بالمؤسسة يمكن تقليصها أو الحد منها عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعنية، ومخاطر منتظمة ناجمة عن عدم إستقرارية محيط بورصة الأوراق المالية من جميع النواحي السياسية، الإقتصادية، الإجتماعية و الثقافية.

● شرط الشفافية: فيجب أن تتوفر للمدخر كافة المعلومات الدقيقة و الصادقة التي يمكن الوصول إليها في أي لحظة لجميع المستثمرين، توفر هذه المعلومات يكون عن طريق النشرات الرسمية للبورصة وكذا الملصقات التي تكون مجانية على حساب البورصة الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون آخر و يدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين.

- كما يجب فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة أو إخفاء معلومات ضرورية.

ويمكن إضافة شروط أخرى تتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية:

- كوجود إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام ولها القدرة على إتخاذ القرارات في الوقت المناسب.

- وكذا وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات والتغيرات المالية و الإقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية ويعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية و يمنع التلاعب أو الإستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم وبين الوسطاء.

المطلب الثاني: الأدوات الإستثمارية لبورصة الأوراق المالية

¹ - محمود صبح التحليل المالي و الإقتصادي للأسواق المالية البيان للطباعة و النشر الطبعة الثالثة 2000 ص 140.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

تعرف الورقة المالية على أنها " صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا " ¹ كما يمكن تعريفها أنها " التمثيل القانوني لحامل الورقة تجاه الشركة المصدرة لهذه الورقة و التي تحول له الحق في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول المنشأة أو هما معا " ² و هذا من منطلق أن المقرض عادة يطالب المقرض بأن يترك لديه شيئاً ذا قيمة كضمان و ذلك لإسترجاع قيمة القرض على الأقل في حالة عدم قدرة المقرض على السداد، كما يمكن للمقرض أن لا يطلب ضمانا و يكون الدليل على وجود القرض ورقة يتعهد فيها المقرض بالدفع، و بنفس الصيغة تقوم الشركات بإقتراض الأموال بدون تقديم ضمان وإنما مقابل ورقة مالية تكون دليل ملكية المستثمر و تبيان لحقوقه، ويمكن لهذه الورقة المالية أن تنتقل ملكيتها بما لها من حقوق و ما عليها من شروط إلى مستثمر آخر، و الجدير بالذكر في هذا الموضوع أن الأوراق المالية في تطور مستمر و كلما تطور النشاط الإستثماري للإنسان كلما إبتكر أشكالاً جديدة منها، و من هذه الأشكال:

أولاً: الأسهم

الأسهم جمع سهم و الذي له في لغتنا العربية العديد من المعاني كالنصيب، الحظ، الشيء من الأشياء، العود الذي يكون في طرفه نصل يرمى به عن القوس و القدح الذي يلعب به في الميسر، وفي القرآن الكريم قوله تعالى: " فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ " ³ أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين أما إصطلاحاً فيعرف بأنه " صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال ، و يضمن الحق في الحصول حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم و تكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم " ⁴

كما يعرف أنه " عبارة عن ورقة مالية مصدرة من طرف شركة ذات أسهم تمثيلاً لحصة من رأسمالها.

وتستطيع معها إصدار أنواع عديدة من الأسهم تختلف حسب الحقوق والإمتيازات التي تعطيها المؤسسة لمالك هذه الأنواع من الأسهم، مثل: حق التصويت، الحق في الأرباح الموزعة في نهاية السنة، الأولوية في التسديد " ⁵

1- القيم المختلفة للسهم

من المصطلحات التي تستخدم كثيراً عند تداول الأسهم "القيمة" و في هذا الصدد يمكن التمييز بين القيم التالية: القيمة الإسمية: هي القيمة المنصوص عليها في عقد التأسيس و القانون النظامي للشركة، وهي التي تظهر على قسيمة السهم، وقد يحدد القانون مبلغ معين كحد أدنى للقيمة الإسمية.

¹ - منير إبراهيم هندي الأوراق المالية و أسواق رأس المال منشأة المعارف الإسكندرية (مصر) طبعة 2002 ص 05.

² - محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق الدار الجامعية الإسكندرية (مصر) طبعة 2002 ص 31 .

³ - الآية 141 من سورة الصافات .

⁴ - طارق عبد العال حماد دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية الدار الجامعية الإسكندرية (مصر) طبعة 2005 ص 20 .

⁵ - علي محي الدين القردة داغي أثر الديون و نقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم و الصكوك و الوحدات الإستثمارية البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ص 09 .

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

القيمة الدفترية: هي قيمة الأسهم حسب سجلات الشركة و هي تحسب كما يلي مجموع رأس المال المساهم و الإحتياطات و الأرباح غير الموزعة (أي حقوق المساهمين) مقسوما على عدد الأسهم المصدرة.

القيمة السوقية: وهي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية لذا فهي تتميز بالتقلب حسب توقعات المتعاملون عن مدى ربحية الشركة في المستقبل، و مقدار الأرباح المتوقع توزيعها و الأحوال الإقتصادية وهذا ما يجعلها تختلف عن القيمة الإسمية و القيمة الدفترية .

القيمة عند التصفية: هي ما يحصل عليه حامل السهم عند إنهاء عمليات الشركة و تصفيتها و بيع أصولها و على هذا الأساس " تمثل القيمة عند التصفية أدنى قيمة للسهم و السبب في ذلك أن قيمة الأصول على فرض إستمرارها بالقطع ستكون أكبر من قيمة الأصول عند التصفية"¹

القيمة الإحالية: تعبر القيمة الإحالية عن التكلفة المطلوبة للحصول على الأصل الحالي بنفس قدراته الإنتاجية بسعر اليوم.

القيمة البديلة: تعكس القيمة البديلة قيمة ورقة مالية عند مقارنتها بقيمة ورقة مالية بديلة.

القيمة الحالية: تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها.

القيمة الحقيقية: " تعرف أيضا بالقيمة النظرية أو العادلة، فالقيمة الحقيقية تلك القيمة التي تتحدد أو تبررها حقائق إقتصادية و مالية تعكس بقيمة موجودات الشركة، مقسوم الأرباح، و معدلات النمو في الأرباح؛ هذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر السهم في سوق الأوراق المالية، و هي تعكس حالة توازن السوق"² رغم أن حالة التوازن من الصعب تحقيقها بسبب عمليات المضاربة و عدم توافر المعلومات و تحديثها عن أداء الشركة المصدرة للسهم.

2- أنواع الأسهم

يمكن تبويب الأسهم إلى عدة أنواع و ذلك حسب مجموعة من المعايير:

• من حيث طريقة التداول:

حسب هذا المعيار تنقسم الأسهم إلى إسمية و أسهم لحاملها:

أ - **الأسهم الإسمية:** أين يقيد إسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك

الأسهم، على أن يتم نقل الملكية بإسم المساهم الجديد عند تداول هذه الأسهم في البورصة.

ب - **الأسهم لحاملها:** و هي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد إلى يد و بذلك هي تشبه وإلى حد

كبير النقود فالشخص الذي يحوزها هو مالكةا، هذا النوع من الأسهم يمنح مزايا عديدة للمستثمرين كعدم

¹ - محمد صالح الخناوي و آخرون تحليل و تقييم الأوراق المالية الدار الجامعية الإسكندرية مصر طبعة 2001-2002 ص 211.

² - أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام الإستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة دار المسيرة الأردن 2004 ص 38.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

الإعلان عن إسم المستثمر، سهولة التداول، إضافة إلى أنها تستخدم كوسيلة لإخفاء الثروة و التهرب الضريبي، كما أن لها بعض العيوب كعرضتها للسرقة و حملتها لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية.

• من حيث الحقوق المكفولة:

وهنا يمكن التمييز بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة:

أ - **الأسهم العادية:** وهي الأصل في الأسهم، أما حملتها فيتمتعون بالحقوق التالية:

✓ حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة لكن بعد حصول كل من الدائنون و حملة السندات والأسهم الممتازة على نصيبهم.

✓ الحق في حصة من صافي أصول الشركة عند التصفية لكن عند إستفاء الحقوق الأخرى.

✓ الحق في حضور الجمعية العامة للشركة وكذا مناقشة كل من تقارير مجلس الإدارة، القوائم المالية، تقرير مراقب الحسابات،...

✓ حق التصويت على قرارات الجمعية العامة.

✓ حق الترشح لمجلس الإدارة وذلك وفقا للنظام الأساسي للشركة.

ب - **الأسهم الممتازة:** وهي أسهم تتمتع بمعاملة مميزة بالمقارنة مع الأسهم العادية سواء ما تعلق بالأرباح، ناتج التصفية و حتى التصويت، وذلك كما يلي:

✓ فالإمتياز في الأرباح يعني أن أصحاب الأسهم الممتازة يحصلون على أرباحهم قبل إجراء أي توزيعات أرباح على حملة الأسهم العادية،

✓ و أما الإمتياز في ناتج التصفية فيعني أن حملة هذا النوع من الأسهم يحصلون على نصيبهم من ناتج التصفية قبل حملة الأسهم العادية في حالة تعرض الشركة لخطر الإفلاس.

✓ " كما تمتلك أسهم هذه الطبقة لحقوق تصويت أقل أو تصل إلى نقطة الصفر، بالإضافة إلى إمكانية تحويل الكثير منها إلى أسهم عادية"¹.

و الأسهم الممتازة بدورها لها أنواع مختلفة فهناك الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح وغير مجمعة الأرباح، الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء وغير القابلة للإستدعاء، كما توجد الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح و غير المشاركة في الأرباح، و الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية و أخرى غير قابلة للتحويل.

ج - **أسهم التمتع:** "في بعض أنواع الأنشطة مثل المناجم و المحاجر، حيث لا يبقى عادة صافي موجودات للشركة عند إنتهاء الإمتياز فتعمل هذه الشركة على إستهلاك رأس مالها تدريجيا في السنوات الأخيرة مما تكونه من مخصصات لهذا الغرض من صافي أرباحها وتعطي الشركة للمساهمين الذين أستهلكت أسهمهم بدلا منها أسهم

¹ - جون وايت ترجمة خالد العامري الإستثمار في السندات و الأسهم دار الفاروق للنشر و التوزيع القاهرة (مصر) طبعة 2003 ص 72.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

تمتع تتيح لهم أن يشتركوا مع باقي المساهمين في صافي أرباح الشركة الموزعة، لكن ليس له الحق في موجودات الشركة، فهي تشترك في الأرباح فقط"¹.

• من حيث طبيعة مقابل الوفاء بقيمتها:

إن مقابل الوفاء بقيمة الأسهم قد يكون إما مبالغ نقدية، حصص عينية، ديون نقدية مستحقة الأداء للمكاتب من قبل الشركة، تحويل ما يملكه المكتب من سندات أو صكوك التمويل إلى أسهم وذلك بحسب شروط إصدار تلك السندات أو هذه الصكوك²، وهناك ما يعرف بالأسهم المجانية " وهي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الإحتياطي إلى رأس المال الأصلي، و بالتالي إن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال و يتم توزيعها مجاناً على المساهمين، حيث أن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الإحتياطي، و يكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية"³.

• من حيث عائدها:

أسهم الدخل: و هي الأسهم التي تعطي دخلاً مستقراً أي توزيعات أرباح مستمرة و مستقرة. أسهم النمو: لا يتوقع حاملها أرباحاً موزعة في نهاية السنة و بشكل دائم، لكنه يتوقع إرتفاع كبير في القيمة السوقية لها و بمعدلات نمو متزايدة، هذه الأسهم هي عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي مثل شركات الأدوية و أجهزة الحاسوب ...

أسهم المضاربة: الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة و سريعة و مقصد كل مضارب رغبة منه في الحصول على عائد مالي في الأجل القصير جراء التذبذب في أسعار الأسهم و عوائدها.

أسهم موسمية: و هي تلك التي تتأثر بالدورات الإقتصادية، و هي أسهم الشركات التي يرتبط الطلب على منتجاتها بتحسين الإقتصاد و إنتعاشه.

أسهم دفاعية: تكون هذه الأسهم لشركات تنتج سلعا أساسية لا يتأثر إنتاجها بالدورات الإقتصادية سواء في حالة الرواج أو في حالة الكساد أي ثابت لحد ما.

أسهم الشركات الصغيرة: و هي الشركات التي يتسم رأس المال و حقوق الملكية لها بالصغر و كذلك بالنسبة لحجم الأصول و عدد العاملين.

3- الأسهم المستحدثة

إلى جانب الأسهم التقليدية ظهرت في الأسواق أنواع جديدة من الأسهم منها⁴:

¹ - السيد عليوه تحليل مخاطر الإستثمار في البورصة و الأوراق المالية دار الأمين مصر 2006 ص 59.

² - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ص 23 .

³ - السيد عليوه، تحليل مخاطر الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 41، 42.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 12.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: و الحديد في هذه الأسهم أن التوزيعات لا ترتبط بالأرباح التي تحققها الشركة ككل إنما بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، هذا النوع من الأسهم أصدرته بعض الشركات الأمريكية في الثمانينات من القرن الماضي، إذ أصدرت شركة جنرال موتورز مجموعة من الأسهم ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: " في الثمانينات من القرن الماضي صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ".
- الأسهم العادية المضمونة: المستحدث في هذه الأسهم أنها تعطي لحاملها الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرتها في حالة انخفاض قيمتها السوقية إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، فيحصل المستثمر الذي يطلق عليه في هذه الحالة (حامل الوحدة) على عدد من الصكوك يطلق عليها حقوق التعويض مقابل الأسهم المشتراة، أما الأسهم و الحقوق المقررة فتسمى الوحدات.

ثانيا: السندات

السند في اللغة العربية هو كل ما يستند إليه ويعتمد عليه، أما اصطلاحاً فهو " مستند قانوني بالتوقيع عليه يعترف شخص ما بالتزامه بدفع مبلغ معين لشخص آخر مذكور في السند " ¹ فالسندات هي صكوك تمثل قروضا طويلة الأجل تصدرها الحكومات أو الشركات تكفل لحامله فائدة ثابتة و تدفع الشركة رأس ماله في نهاية تاريخ الإستحقاق.

1- خصائص الإستثمار في السندات

- حسب تعريف السندات فإن الإستثمار فيها دوناً عن غيرها من الأوراق المالية يتميز بما يلي:
- تدفع الفائدة على السندات سواء حققت الشركة المصدرة للسندات أرباحاً أو لم تحقق.
 - تدفع الفائدة المستحقة على السندات بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية.
 - يتم تثبيت سعر الفائدة على السندات طيلة حياتها.
 - يمكن إطفاء السندات قبل تاريخ الإستحقاق.
 - تتناسب الفائدة عادة تناسباً طردياً مع مدة الإستحقاق .
 - تسدد حقوق حاملوا السندات قبل حقوق حاملي الأسهم في حالة إفلاس الجهة المصدرة للسندات.
 - يمثل السند أداة دين .
 - السند أداة إستثمارية ثابتة الأجل .

¹ - صبري هارون أحكام الأسواق المالية مرجع سبق ذكره ص 32.

2- أنواع السندات

بالإعتماد على مجموعة من الإعتبارات يمكن تقسيم السندات إلى الكثير من الأنواع:

• حسب نوع و طريقة الضمان: نميز بين:

السندات المرهونة بأصول معينة: حيث تقدم الشركة المصدرة بعض أصولها ضمانا لحقوق السندات، فإذا فشلت الشركة في مقابلة إلتزاماتها نحو حملة هذه السندات يمكن لحملة السندات بيع هذه الأصول في المزاد وتقسيم ما يتحصلون عليه مع إرجاع الفائض عن قيمة القرض إلى الشركة.

السندات غير المضمونة بأصول معينة: و تسمى أيضا السندات البسيطة " وليس صحيحا أن هذه السندات غير مضمونة بالمرّة، بل هناك ضمان يقف خلفها وهو المركز الإئتماني و القوة الإيرادية للشركة المصدرة"¹

• حسب طريقة السداد: تقسم إلى:

- سندات تسدد عند ميعاد إستحقاقها.

- سندات تسدد قبل حلول موعد إستحقاقها: فقد يحدث أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سندات المصدرة قبل حلول ميعاد إستحقاقها وذلك بطريقتين رئيسيتين :

- السداد حسب إختيار الشركة : فإما أن تقوم الشركة بشراء سندات من السوق ثم إلغائها بعد ذلك؛ أو تعتمد طريقة السداد عن طريق الإستدعاء ، لكن هذه الأخيرة تلتزم بوجود شرط في عقد الإصدار.

- السداد الإجباري: وذلك عندما يحتوي عقد إصدار السندات على شرط تكوين إحتياطي الإستهلاك.

- سندات تسدد تدريجيا: أو ما يطلق عليها السندات ذات مواعيد الإستحقاق المتسلسلة، وفي هذه الحالة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبة تسدد في تواريخ إستحقاق متتالية.

• حسب أجال الإستحقاق (عمر السند) : فتكون هذه الآجال إما: قصيرة، متوسطة أو طويلة.

• حسب تاريخ الإستحقاق:

- السندات الدائمة أي السندات التي ليس لها تاريخ إستحقاق محدد و الوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا النوع من السندات هو بيعها، كما يمكن للمنشأة التي أصدرتها شراءها من السوق مباشرة.

- السندات ذات تاريخ الإستحقاق المحدد: هي السندات التي لها تاريخ إستحقاق، التاريخ الذي يتقدم فيه حامل السند إلى المنشأة كي المصدرة كي يسترد القيمة الإسمية للسند.

• حسب جهة الإصدار: فتكون هذه السندات إما:

- خاصة أي صادرة عن الشركات الخاصة.

¹ - محمد صالح الخناوي و آخرون مقدمة في المال و الأعمال الدار الجامعية (مصر) طبعة 2000 ص 393 .

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

- حكومية أي صادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الأخرى.
 - دولية أي صادرة عن مؤسسات و منظمات دولية.
 - **حسب العملة التي تحرر بها السندات:** يمكن أن نفرق بين:
 - سندات محررة بالعملة الوطنية للجهة المصدرة.
 - سندات محررة بعملات أجنبية، "وتعتبر الأسواق المالية الأوروبية أول من شهد إصدار هذه السندات، وكان ذلك في بداية العام 1963، حين قامت بعض الشركات الأمريكية بالسماح لفروعها في الدول الأوروبية لإصدار مثل هذه السندات، ولكن معظمها من النوع القابل للإستدعاء، كما أن منها ما يصدر مقترنا بشرط خيار العملة الذي يوفر لحامل السند الحق في إختيار نوع العملة التي يحصل بها على فوائد السند وقيمتها الاسمية."¹
 - **حسب القيمة التي تصدر بها السندات:** فهناك
 - السندات العادية أو الصادرة بالقيمة الاسمية وهي تلك الصادرة بالقيمة المبينة عليها، القيمة التي يجب على المكتتب أن يدفعها بالكامل عند الإكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد.
 - السندات ذات مكافأة الوفاء التي تصدر بأقل من القيمة الاسمية المبينة فيها، وعند الإكتتاب لا يلتزم المكتتب إلا بدفع القيمة الأولى و عند حلول أجل الإستحقاق يسترد القيمة الاسمية المذكورة فيه أما الفرق بين القيمتين فهو علاوة الوفاء.
 - السندات ذات النصيب: " وهي سندات عادية تصدر بالقيمة الاسمية المبينة فيها ، وتعطي الحق في فائدة سنوية ثابتة ، تضاف إلى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجري تعيينها بطريق القرعة."²
 - **حسب إمكانية التداول:** أي قابلية السندات للتداول
 - سندات سوقية.
 - سندات غير سوقية.
- هذا وقد أستحدثت في الثلث الأخير من القرن العشرين أنواع جديدة من السندات لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية بصورة أو بأخرى منها :
- ✓ سندات لا تحمل معدل فائدة: تباع هذه السندات بخصم على القيمة الاسمية على أن يقوم المستثمر بإسترداد القيمة الاسمية عند تاريخ الإستحقاق و إذا أراد المستثمر التخلص من هذه السندات قبل تاريخ إستحقاقها فإنه يمكن له بيعها بالسعر السائد في السوق.

¹ - من الموقع الإلكتروني:

<https://www.arabfinance.com/knowledgecenter/defaultdetails.aspx?id=178&lang=a&type=afeducation> للاحظ يوم: 2012/04/14

² - محمد يوسف ياسين البورصة مرجع سبق ذكره ص 46 .

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

✓ سندات ذات معدل فائدة متحرك: حيث يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات، يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتناسب مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، وقد أستخدمت هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم.

✓ السندات ذات الدخل: حملة هذا النوع لا يحق لهم مطالبة المنشأة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها أرباحاً، إلا أنه قد ينص العقد على أن تسدد فوائد السنة التي لم تحقق فيها أرباحاً من السنة اللاحقة.

✓ السندات الرديئة: و تسمى أيضا " السندات متواضعة الجودة"¹ أستخدمت في الثمانينات من القرن الماضي لتمويل و إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق.

✓ سندات المشاركة: وهي السندات التي تعطي لحاملها الحق في جزء من أرباح المنشأة إضافة إلى الفوائد الدورية. و

3- مخاطر السندات

تتأثر التدفقات النقدية التي يحصل عليها حامل السند بمجموعة من العوامل منها:

● **مخاطر أسعار الفائدة:** إن عائد السند يتأثر بالتقلب في أسعار الفائدة السائدة في السوق و إذا حدث و إرتفعت أسعار الفائدة السائدة في السوق بعد إصدار السند و كانت لحامل السند رغبة في بيعه فإنه في هذه الحالة يكون سعر البيع أقل من القيمة الاسمية للسند الأمر الذي ينجر عنه خسائر مالية يتحملها حامل السند.

"وأيضا إذا أصبحت أسعار السندات نفسها أكثر تقلبا، فإن المخاطر المقترنة بجيازة السندات تزداد ومن ثمة تصبح أصولاً أقل جاذبية"².

● **مخاطر إعادة الإستثمار:** تشير مخاطر إعادة الإستثمار إلى تلك المخاطر الناجمة عن إعادة إستثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الاسمية التي يستردها عند الإستحقاق عند سعر فائدة منخفض عن سعر الفائدة السائد في السوق وقت إصدار السند والتي على أساسها قبل المستثمر شراء السند³ وكلما كان السند قابلاً للإستدعاء كلما زادت مخاطر إعادة الإستثمار فغالبا ما تلجأ المنشأة المصدرة إلى هذا الإجراء عند إنخفاض أسعار الفائدة في السوق مما يؤدي إلى عدم حصول حامل السند على العوائد التي إتخذ قرار شراء السند على أساسها، ليس هذا فقط بل يقوم بإعادة إستثمار المبلغ الذي يتحصل عليه من الإستدعاء عند سعر فائدة منخفض.

1 - رجمية قريبا قص أسواق المال - أسواق رأس المال - المؤسسات الدار الجامعية (مصر) طبعة 1999 ص 29.

2 - محمود يونس، عبد المنعم مبارك النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2003 ص 186.

3 - محمد صالح الحناوي إبراهيم سلطان جلال العبد تحليل و تقييم الأوراق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2002/2001 ص 258.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

● **مخاطر الائتمان (مخاطر التوقف عن السداد):** تظهر هذه المخاطر عند فشل المنشأة المصدرة في مقابلة إلتزاماتها نحو حملة السندات (دفع الفائدة أو سداد قيمة الأصل عند الإستحقاق) وهذه المخاطر يمكن التنبأ بها من خلال الترتيب الذي تنشره المؤسسات المالية المتخصصة في تحديد و قياس الجدارة الإئتمانية للمنشأة المصدرة للسندات.

● مخاطر السيولة:

● تتعلق مخاطر السيولة بقدرة حامل السند على التخلص منه و ذلك بالبيع في أي وقت و بسعر مناسب، و عليه كلما إنخفض إحتمال بيع السند قبل تاريخ إستحقاقه بسعر سوقي مناسب كلما دل ذلك على إرتفاع مخاطر سيولة السند.

ثالثا : المشتقات المالية

هي عقود تشتق قيمتها من سعر أو معدل أو مؤشر ما، هذا السعر أو المعدل قد يكون سعر ورقة مالية محددة، أو سعر صرف أجنبي، أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار أو عملات و لهذا السبب سميت بالمشتقات، وجدت هذه الأدوات بغرض حماية المستثمرين من المخاطر التي يتعرضون لها من جراء التغير في أسعار الأوراق المالية، من أبرز هذه الأدوات حقوق الإختيار، العقود المستقبلية وعقود المبادلة، و قد أشرنا إليها بمصطلح عقود لأنها "ليست أوراقا مالية بالمعنى التقليدي و إنما ينظر إليها باعتبارها إتفاقيات تجارية يتم التفاوض بشأنها مباشرة بين طرفين لتنفيذ عملية في وقت لاحق وفقا لما هو مجدول لها"¹، فهي ليست أصولا مالية، ولا أصولا عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تشمل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، و يترتب عليها حقا لطرف و إلتزاما لطرف آخر.

1- عقود الإختيار (أو حقوق الإختيار)

سميت بهذا الإسم لأنها تعطي مشتري العقد الحق (وليس إلتزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه و ذلك مقابل مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) كتعويض أو مكافأة، و يمكن تقسيم حقوق الإختيار كما يلي:

جدول رقم(2-2): أنواع عقود الإختيار

معيار تاريخ العقد
حق الإختيار الأوروبي: وفيه يكون حامل حق الخيار مقيدا بتاريخ محدد هو آخر مدة الخيار.
حق الإختيار الأمريكي: حامله له الحق في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية خلال فترة محددة.
الخيار المالي وفق طريقة برمودا : حيث يتم وضع عدة محطات زمنية يمكن فيها تنفيذ الخيار.
معيار سعر الاتنفيد

¹ - سمير عبد الحميد رضوان المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر دار النشر للجامعات الطبعة الأولى 2005 ص 56.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

خيار ينفذ بسعر التنفيذ المسجل في العقد تاريخ الإتفاق.
الخيار الآسيوي: يتم تحديد سعر التنفيذ بالإعتماد على المتوسط السعري، منذ تاريخ إبرام العقد.
معييار نوع الصفقة
حق إختيار الشراء: المشتري له الحق في تنفيذ الشراء أو إلغائه خلال فترة محددة أما البائع فلا يجوز له التراجع .
حق إختيار البيع: المشتري هذا الحق هو صاحب الأوراق المالية ويرغب ببيعها.
معييار ملكية الأصل
الإختيار المغطى: هو حق إختيار شراء أو بيع أوهما معا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.
الإختيار غير المغطى: هو حق إختيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.
معييار نوع الأصل
خيارات الأسهم
خيارات مؤشرات الأسهم
خيارات العملة
خيارات أسعار الفائدة

من إنجاز الطالبة بالإعتماد على:

- عبد الغفار حنفي، البورصات، بدون طبعة، المكتب العربي الحديث (مصر)، 1995 ص ص 380,383.
- مؤيد عبد الرحمن الدوري و سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع الأردن 2012 ص ص 74-77.
- محمد الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 347,348.

2- العقود المستقبلية

وهي إتفاق بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتر بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه و دفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق. تتكون بورصة المستقبلية من عدة أعضاء، هم ممثلون عن شركات سمسة رئيسية بنوك ومؤسسات إستثمارية وبعض المتعاملين المستقلين، ولا بد من ترخيص لكل من تجار المستقبلية بالعمولة، ووسطاء أو سماسة القاعة من قبل هيئة التعامل بالمستقبلية، ويوجد لكل بورصة مستقبلية مؤسسة تسوية أو تقاص، تقوم بضمان كل عقد يتم تداوله داخل البورصة، بما يحافظ على المصدقية المالية للبورصة، ويقوم مشتري وبائع العقد المستقبلي بالإتفاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة ويكون سعر المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشتري رؤية كل البائعين على كل سعر، إن الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيقا لمعظم المستقبلية المالية، يستثنى من ذلك مستقبلية العملة.

الفصل الثاني: واقِع بورصات الأوراق المالية العربية

وتتغير الأسعار عادة وفقا لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبليات، وذلك من خلال أحد السماسرة (تجار المستقبلية بالعمولة) والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبلية، ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبليات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.

وتعتبر العقود الآجلة أول صورة من صور هذه العقود المستقبلية، تلك العقود التي ظهرت لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على إحتياجاتها من الحبوب من مصر ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية وكذلك البترول و النحاس و غيرها من المعادن، وتعتبر سوق شيكاغو التي نشأت عام 1848 أول سوق منظمة للعقود المستقبلية.

3- عقود المبادلة

وهي عبارة عن سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ أي أن تسوية الأرباح والخسائر لا تتم يوميا مثل العقود المستقبلية، بل عند تنفيذ عملية المبادلة و قد وجدت لتغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، وعقود المبادلة يمكن أن تتخذ أشكالا عديدة :

عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة: أين يبرم العقد بين المحرر و المشتري على أساس معدل فائدة ثابت معين و فترات تسوية محددة، و عند تاريخ التسوية يتم مقارنة معدل الفائدة الثابت في العقد بمعدل الفائدة المتغير في السوق، فإذا حدث وأصبح معدل الفائدة المتغير أقل من معدل الفائدة الثابت في العقد أي صدقت توقعات المحرر، فإن هذا الأخير يحصل على الفرق من المشتري، وإذا حدث العكس و صدقت توقعات المشتري و إرتفعت معدلات الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابت في العقد فإن المشتري سيحصل على الفرق من المحرر.

عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد: هذه العقود تشبه إلى حد ما حقوق الإختيار حيث يكون معدل الفائدة على الورقة المالية بمثابة سعر التنفيذ، يعقد المشتري هذا النوع من العقود إذا توقع إرتفاع معدلات الفائدة المتغيرة، عند تاريخ التسوية يتم مقارنة معدل الفائدة الثابت في الورقة المالية بمعدل الفائدة المتغير في السوق، فإذا حدث وأصبح معدل الفائدة المتغير أقل من معدل الفائدة الثابت في العقد أي صدقت توقعات المحرر فإن هذا الأخير سيحصل على مكافأة يدفعها المشتري، وإذا حدث العكس و صدقت توقعات المشتري و إرتفعت معدلات الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابت فإن المشتري سيحصل على الفرق من المحرر.

عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير و المقيد: وهي الأوراق التي يتغير معدل الفائدة عليها بين حد أدنى و حد أعلى، يعقد المشتري هذا النوع من العقود إذا توقع إنخفاض معدلات الفائدة المتغيرة عن الحد الأدنى لمعدل الفائدة على الورقة المالية، عند تاريخ التسوية يتم مقارنة الحد الأدنى لمعدل الفائدة على الورقة المالية بمعدل الفائدة المتغير في السوق، فإذا حدث وأصبح معدل الفائدة المتغير أقل من الحد الأدنى لمعدل الفائدة على الورقة المالية أي صدقت توقعات المشتري فإن هذا الأخير سيحصل على الفرق من المحرر، وإذا حدث العكس و صدقت توقعات المحرر فإن هذا الأخير سيحصل على مكافأة من المشتري.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

● عقود المبادلة المختلطة: حيث يتم شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد و بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و مقيد، عند تاريخ التسوية يتم مقارنة معدلات الفائدة و عليه إذا كان معدل الفائدة المتغير أقل من الحد الأدنى لمعدل الفائدة على الورقة المالية ذات معدل الفائدة المتغير و المقيد فإن المشتري يدفع الفرق للمحرر، و إذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى من معدل الفائدة على الورقة المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد فإن المشتري يحصل على الفرق من المحرر و إذا أخذ معدل الفائدة المتغير قيمة بين قيمة معدل الفائدة على الورقة المالية ذات معدل الفائدة المتغير و المقيد و قيمة معدل الفائدة على الورقة المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد فإنه لا توجد أي مدفوعات.

تماشياً مع التطورات الحاصلة في مجال الإستثمار، لجأت البنوك و المؤسسات المالية لتصميم مشتقات مبتكرة لتلبية حاجات العملاء¹:

* إصدار سندات شركة ستاندر آد أويل: قامت شركة ستاندر آد أويل في عام 1986 بإصدار بعض السندات التي لم يحصل حاملوها على فائدة، و عند حلول موعد إستحقاق السند وعدت الشركة بصرف مبلغ 1000 دولار زائد مبلغ إضافي يتحدد بناء على سعر البترول في ذلك الوقت، و كان المبلغ الإضافي يساوي حاصل ضرب 170 في أي زيادة في سعر البرميل عند الإستحقاق عن 25 دولار، و مع ذلك فقط تحدد حد أقصى للمبلغ الإضافي المدفوع بما يعادل 2550 دولار و هو ما يعادل سعر 40 دولار للبرميل الواحد، أي الزيادة 15 عن السعر المحدد و هو 25 مضروبة في المعامل 170.

وفرت هذه السندات لحاملها حصة في سلعة ذات أهمية جوهرية بالنسبة لمصير الشركة، إذ كلما إرتفع سعر السلعة كانت الشركة في مركز جيد يسمح لها بصرف المبلغ الإضافي لحملة السندات.

* Index currency option notes (ICON): و هي عبارة عن سندات يختلف بموجبها المبلغ المحصل عليه بواسطة حامل السند تبعاً لسعر صرف العملات الأجنبية، فإذا رمزنا لإثنين من أسعار الصرف ب: X_1, X_2 ، فإذا كان سعر الصرف في تاريخ الإستحقاق أعلى من X_1 يحصل حامل السند على كامل القيمة الإسمية، أما إذا كان أقل من X_2 فلا يحصل حامل السند على شيء، و إذا كان يقع بين X_1, X_2 يتم الحصول على جزء من القيمة الإسمية الكاملة.

و لم يتوقف عند هذا الحد، بل تم ستحداث الكثير منها ابتداء من عام 1990 مثل²:

* عقود المشتقات الهجينة: و هي عبارة عن مزيج لعدد من عقود المشتقات على نفس الأصل، كأن يقوم المستثمر بشراء خيار الشراء و البيع على نفس الأصل و بنفس سعر التنفيذ لتحويل الخطر إلى ربح، و غيرها من العقود التي تمزج بين الخيارات و المبادلات و الخيارات على العقود الآجلة.

¹ - طارق عبد العال حماد المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، مرجع سبق ذكره، ص ص 26، 27.

² -...JOHN HULL option, futures et autres actifs derives edition française dirigée par Patrick roger avec hénout Laurent deville pearson education france 6e edition 2007 p 511.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

* **عقود المشتقات الغريبة:** نشأت هذه الأنواع كثمار للتجديدات المالية الموجهة لرفع عدد العملاء المحتملين، التحوط في السوق و أحيانا من أجل الضرائب و المحاسبة و التشريعات، و أحيانا أخرى كإستجابة لطلب مسيري صناديق التحوط و المؤسسات المالية للحصول على منتجات جذابة و غريبة، كما يمكن أن تصمم لتعكس وجهة نظر حول الحركات المستقبلية المحتملة في متغيرات السوق، ومن أشهر هذه المشتقات الغريبة "الخيارات الغريبة".

* **مشتقات القروض:** هي عمليات تتم في سوق عقود المفاوضات بالتراضي أو الأسواق غير المنظمة، و هي عقود مشتقة تسمح بالحماية من خطر القرض للأصل محل التعاقد و قد يكون هذا الأصل، سندا قرضا بنكيا أو مبادلات، ظهرت لتوفير حماية أكبر للبنوك ضد خطر القرض، فهي تسمح للبنوك من التخلص من خطر التمويل، تتميز هذه المشتقات بالتعقيد و من أشهرها مشتقات القروض على خطر عدم القدرة على السداد: تعرف على أنها عقد مالي بين طرفين، يقوم أحدهما (مشتري الحماية من خطر عدم القدرة على السداد) بدفع عمولة دورية تحسب على أساس قيمة الصفقة، و الطرف الآخر (بائع الحماية ضد خطر عدم القدرة على السداد) يكون مستعدا للدفع المحتمل لطرف أو عدة أطراف في حالة عدم القدرة على السداد أو أي حادث آخر مرتبط بالقرض.

رابعا: الأدوات المالية الإسلامية

تعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنها: " صكوك تصدرها مؤسسات مالية بإعتبارها مضاربا، تمثل حصة شائعة في رأس مال مشروع معين أو مشروعات متعددة، و تشارك في الأرباح المتوقعة و الخسائر المحتملة و تتميز بآجال متفاوتة و بقرارات مختلفة على التداول و الإسترداد"¹.

1- خصائص الأدوات المالية الإسلامية

- من التعريف السابق فإن الأدوات المالية الإسلامية تتسم بالمميزات التالية²:
- مشروعية نشاط الجهة المصدرة للورقة المالية من باب فقه المعاملات و لا يجب تداول أسهم الشركات التي تدير أنشطة محرمة كالخمر و نحوها.
 - تمثيل الورقة لحصة شائعة من موجودات الشركة مما يعني أنها لا تمثل ديننا في ذمة الجهة المصدرة لها.
 - عائد الورقة المالية يكون نسبة متفق عليها، يتم تحديدها في نشرة الإصدار من الربح الذي يتحقق فعلا، ودون أي تحديد كمي مسبق لهذا العائد، أونسبه إلى القيمة الإسمية للورقة.

¹ - وليد أحمد الصافي الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير تخصص نقود و مالية جامعة الجزائر دفعة 2002-2003. ص 244.

² - أنظر:

- ضياء مجيد الموسوي البورصات مرجع سبق ذكره، ص 89.

- يوسف حسن يوسف الصكوك المالية و أنواعها دار التعليم الجامعي الإسكندرية مصر 2014، ص ص 171، 173، 172.

- عمر مصطفى جبر إسماعيل سندات المقارضة و أحكامها في الفقه الإسلامي دار لنفائس للنشر و التوزيع الأردن 2006. ص ص 96، 97.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

و هنا نشير إلى أنه يمكن أن تتضمن نشرة الإصدار نسبة الربح المتوقعة للمشروع، و هذا لا يعتبر تحديدا للربح بنسبة من رأس المال مقدما، لأن المصدر لا يكون مسؤولا عن تحقيق تلك النسبة إذا ظهرت نتائج فعلية مخالفة لتوقعاته، في حين أنه يسأل عن مصداقية و صحة البيانات التي وردت في دراسة الجدوى ويتم التحقق من عدم إخفائه بيانات مهمة أو إدلائه بمعلومات غير صحيحة.

- يتمتع المشروع الممول من حصيلة الإكتتاب بذمة مالية منفصلة عن ذمة المصدر أو المكتتبين.
- تكون الأدوات المالية قابلة للتداول بعد إنتهاء فترة الإكتتاب، و تخضع عملية التداول، التسييل والإسترداد للشروط التي تحكم كل أداة بحسب ما يرد في نشرة الإصدار.
- يجوز تداول الأدوات المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية بضوابط شرعية وفقا لظروف العرض و الطلب، كما يجوز أن تقوم الجهة المصدرة في فترات دورية بإعلان يوجه للجمهور لتلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الأسهم بسعر معين، تستعين في تحديد هذا السعر بأهل الخبرة ووفقا لظروف السوق و المركز المالي للشركة.
- يستحق الربح بظهوره، ولا يلتزم إلا بالقسمة.

فالأدوات المالية الإسلامية تتميز عن غيرها في إلزامها بضوابط الشريعة الإسلامية.

2- أنواع الأدوات المالية الإسلامية

حث الإسلام على حفظ المال وتنميته وإستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة، ومن أجل ذلك فقد وضع العديد من الضوابط الشرعية التي تكفل حسن إدارة المال وإستثماره، ومن ذلك مشروعية البيع والتجارة وحرمة الربا والإكتناز والإحتكار وكافة أشكال المقامرات والمراهنات التي تتضمن أكل أموال الناس بالباطل، ومن هذا المنطلق إقترح الفقهاء مجموعة من الأدوات أهمها:

- **الأسهم:** و لا يقصد بها كل أنواع الأسهم، بل العادية فقط كونها تشارك في الربح و الخسارة و تستثنى الأسهم الممتازة لأن لها إمتياز في الربح و في إسترداد رأس المال، وتنقسم هذه الأسهم إلى نوعين:
 - أ- **أسهم المشاركة:** وهي الأسهم التي يمتلك أصحابها حقوق الملكية، الإدارة، التصويت و الإلتخاب.
 - ب- **أسهم القراض:** مثل هذه الأسهم حقوق المشاركة في الأرباح فقط دون أن يكون مالئها حق التدخل في الإدارة والتصويت، أو الإلتخابات و الترشيح لعضوية مجلس الإدارة.
- **صكوك المشاركة المخصصة:** " تقوم هذه الصكوك على فكرة أن يكون رأس مال المضاربة مقسما إلى حصص متساوية يملك كل صاحب حصة بمقدار ما يشتره من حصص، حيث يعطى له لإثبات حقه سندا بذلك، و هي تمثل حصصا إستثمارية في مشروع أو مشروعات محددة، وليس لأصحابها حق في الإدارة و لا في التصويت عند إتخاذ القرارات."¹

¹ - ضياء مجيد الموسوي البورصات Editions الطبعة الأولى 1998 ص 91.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

✓ **صكوك الإستثمار:** لا يمكن لصكوك الإستثمار أن تتجاوز عشرة أمثال رأس مال الشركة كما لا يجوز إصدارها بأكثر أو أقل من قيمتها، أما من حيث الحقوق المكفولة فجميع حقوق وإلتزامات أصحاب الصكوك في الإصدار الواحد متساوية و مالك الصك له الحق في الأرباح دون المشاركة في الإدارة كما له حق إسترداد القيمة عند إنتهاء المدة مضافا إليها نصيبه من الأرباح، و يجوز أن توزع مبالغ تحت الحساب على الأرباح، توزع الأرباح و الخسائر بين الشركة وأصحاب الصكوك بنسبة صافي حقوق الملكية لصاحب الأسهم إلى صافي قيمة الصكوك.

✓ **صكوك التمويل ذات العائد المتغير:** تتميز هذه الصكوك بأن قيمتها لا تزيد عن صافي أصول الشركة إلا بقرار من الدولة، وتكون شهادات إسمية قابلة للتداول تصدر بقرار من الجمعية العمومية، إضافة إلى أنها تطرح عن طريق الإكتتاب العام بعد موافقة سوق المال عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك من الهيئة، يجوز إصدار صكوك تمويل للتحويل لأسهم، تعتبر كل من صكوك الإستثمار والتمويل كبديل شرعي للسندات وأذونات الخزانة .

● **صكوك صناديق الإستثمار:** تعمل صناديق الإستثمار الإسلامية على تحقيق عوائد مرتفعة شريطة أن تكون غير ربوية و متوافقة و مبادئ الشريعة الإسلامية و على هذا الأساس فهي تعتمد على المضاربة في الأسهم المتخصصة في العقارات و المتاجرة في المعادن و الصفقات التجارية، فتقوم صناديق الإستثمار بشراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية بفئات مختلفة، تحصل على مواردها عن طريق إصدار شهادات تسميها حصص، هذه الحصص تتداول في سوق الأوراق المالية، و يمكن إسترداد قيمتها وتسييلها.

المطلب الثالث الوظائف الاقتصادية لبورصة الأوراق المالية

يعتبر نشاط بورصات الأوراق المالية مرآة تعكس حيوية الاقتصاديات ومؤشرا للتغيرات والاضطرابات التي تعاني منها، لذلك يعمل الخبراء و المحللون الإقتصاديون دائما على إستحداث المؤشرات التي تسمح بقياس أداء البورصات و معرفة ما إذا قامت هذه الأخيرة بالدور المنوط بها.

"لسوق الأوراق المالية أربعة وظائف أساسية : الوظيفة التمويلية، وظيفه التثمين أو التسعير، الوظيفة التوزيعية ووظيفة المعرفة و الشفافية"¹

أولا: الوظيفة التمويلية: فتقوم سوق الأوراق المالية بمايلي:

1- تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد القومي، حيث تشجع بورصة الأوراق المالية على تنمية عادة الإدخار الإستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم أي أن سوق الأوراق المالية تقوم بتجميع المدخرات الصغيرة التي كانت أموال عاطلة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف

¹ - مصطفى رشدي شحبة الإقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية (مصر) طبعة 1998 ص 413.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

في الإستثمارات الأكثر إنتاجية وبتزايد عمليات الإدخار والاستثمار في المجتمع يؤدي ذلك حتما إلى تسارع معدلات النمو الإقتصادي.

2- الحد من التضخم عن طريق التقليل من الوساطة البنكية لتمويل الإستثمارات أي التمويل التضخمي و اللجوء بدلا من ذلك إلى التمويل من خلال البورصة على إعتبار أن كل عملية إقراض تقوم بها البنوك هي عملية إشتقاق للنقود.

3- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين)، فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الإستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال إستحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقرضون بإستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقرضين بل لكل فئات المجتمع فهي إذن مكان للتمويل بالنسبة لأحدهم ومكان للإدخار بالنسبة للآخر.

4- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في بورصة الأوراق المالية حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الإقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

5- إضافة إلى تمويل العجز الموازي فإن هناك سبب آخر يدفع الحكومات إلى دخول بورصة الأوراق المالية ألا وهو محاولتها لضبط الكتلة النقدية من خلال آلية السوق المفتوحة التي تعني "إمكانية لجوء البنك المركزي إلى السوق المالية و/أو النقدية بائعا أو مشتريا للأوراق المالية و الذهب و العملات الأجنبية وكذا السندات العمومية و أذونات الخزينة رغبة منه في ضخ السيولة أو إمتصاصها"¹، فتدخل بائعة في حالة الإنتهاج لسياسة نقدية تقشفية عند معالجة التضخم مثلا، و مشترية في حالة إتباع سياسة نقدية توسعية.

6- توجيه الإستثمار، بعبارة أخرى فإن بورصة الأوراق المالية تساهم في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وإزدهار إقتصادي، لكن هذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في بورصة الأوراق المالية، يمكن إيجازها فيما يلي:

(أ) كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

(ب) كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقص حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

(ج) عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

¹ - عبد المجيد قدي المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية ديوان المطبوعات الجامعية (الجزائر) طبعة 2003 ص 90 .

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

(د) الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعتمد إليها بعض الأطراف.

ثانيا : وظيفة التثمين أو التسعير

(1) تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة. حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايدة والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الإقتصادية من نشر لكافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية؛ وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية.

(2) إن بورصة الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها.

(3) كونها أداة شفافة في سبيل تبني نظام الخصوصية، حيث تكشف بمجرد اعتمادها والإنخراط فيها الوضعية الحقيقية، الإجتماعية والمالية والإدارية بكل مؤسسة، فواقع البورصة يعكس الحالة الصحية لإقتصاد الدولة المعنية.

ثالثا: الوظيفة التوزيعية

1 . تؤمن البورصة سوقا مستمرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة مما يعني إتاحة الفرصة للمستثمر لأن يبيع أوراق مالية فورا، و بأسعار لا تختلف إلا قليلا عن أسعار البيع السابقة، وميزة السيولة هذه تشجع المستثمرين على إختلاف أنواعهم على الإقدام على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية سواء من السوق الأولي أو من السوق الثانوي.

2 . يشجع وجود البورصة بنوك الإستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية في السوق الأولي، لمعرفتهم والمستثمرين الذين يتعاملون معهم بوجود السوق الثانية.

3 . إن وجود بورصة أوراق مالية نشيطة وذات كفاءة عالية يجعل الإصدارات الجديدة في السوق الأولي أكثر قابلية للتسويق، مما يخفض من خطر ضمان هذه الإصدارات.

رابعا : وظيفة المعرفة و الشفافية:

1 . تلزم قوانين بورصات الأوراق المالية الشركات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها، مما يوفر للمستثمرين المعلومات الآنية والدقيقة لإتخاذ قرارات الإستثمار.

2 . تراقب إدارات أسواق الرأسمال عمليات التداول في ردهات البورصة أو على شاشات الكمبيوتر لضمان التداول العادل في السوق والحيلولة دون حدوث أي تلاعب في الأسعار. طبعاً الهدف الأساسي هو حماية المستثمرين، خاصة الصغار منهم.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

3. إذ أن ميزات السيولة والرقابة على الأداء والإفصاح والأمانة في التداول التي يجب أن توفرها البورصات حتما تشجع المستثمرين على الإقدام على توظيف إدخاراتهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة، مما يوفر لهذه الشركات رأسمال الملكية ويخفض تكاليف التمويل بالأسهم.

المطلب الرابع: معايير قياس أداء بورصة الأوراق المالية

تتفاوت البورصات من حيث حجم نشاطها وقيمتها، بل لا يكون متماثلا في البورصة الواحدة بين فترة زمنية معينة و أخرى، لذلك تستخدم مجموعة من المعايير لقياس مستوى نشاط البورصة ومدى تأديتها لمهامها.

أولا: مؤشرات التداول

1- **معدل دوران الأسهم:** يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع معين للتعرف على نشاط هذا السهم أو تلك الأسهم مقابل أسهم المجموعة كلها في سوق التداول خلال فترة معينة ، ويتم حساب هذا المعدل على النحو التالي:

$$100 \times \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة خلال فترة زمنية معينة}}{\text{إجمالي عدد الأسهم المسجلة بالبورصة خلال نفس الفترة}}$$

2- **نسبة الدخل قبل الضريبة إلى القيمة السوقية للأسهم:** تسمى هذه النسبة أيضا، نسبة ربحية رأس المال السوقي، تحسب هذه النسبة بقسمة صافي دخل الشركة قبل خصم الضرائب على الدخل وقسمته على القيمة السوقية للسهم السائدة في البورصة على النحو التالي:

$$100 \times \frac{\text{صافي الدخل قبل خصم الضرائب}}{\text{القيمة السوقية للأسهم القائمة}}$$

حيث تتم مقارنة الدخل الذي يحققه السهم بالنسبة للمداخيل التي تحققها الأسهم الأخرى للمشروعات المختلفة وبالتالي توضيح الصورة أمام المستثمرين لإتخاذ قراراتهم سواء بالبيع أو الشراء لهذا السهم ، أو الإستمرار في حيازة هذه الأسهم.

3- **مؤشر مضاعف سعر السهم على مستوى القطاعات و على مستوى السوق:** يفيد هذا المؤشر في معرفة القيمة الحقيقية لأسهم القطاعات المختلفة في سوق التداول، يمكن إستخراجه على قطاع معين كما يلي:

$$100 \times \frac{\text{إجمالي السعر السوقي لكافة الأسهم في قطاع معين}}{\text{إجمالي العائد الذي تحققه هذه الأسهم}}$$

أو على مستوى السوق كما يلي :

$$100 \times \frac{\text{إجمالي العائد لكافة الأسهم المسجلة في البورصة}}{\text{إجمالي العائد الذي تحققه هذه الأسهم}}$$

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

- مؤشر مدى التعامل: يقيس عدد أيام التعامل خلال مدة معينة (أسبوع، شهر، سنة) لمعرفة مدى كفاءة وإنتظام أعمال البورصة.
- إجمالي حجم التعامل: أي حجم المعاملات التي تمت على الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة.
- توزيعات حجم التعامل على مستوى القطاعات: يبين هذا المؤشر المعاملات التي تمت على الأوراق المالية لقطاع معين أو لنشاط محدد من الأنشطة التي طرحت شركاتها أسهم مقيدة في البورصة.
- نسبة عدد الشركات التي يتم التعامل على أوراقها المالية خلال مدة معينة إلى مجموع الشركات المقيدة في البورصة: هذه النسبة تظهر حجم الأوراق النشطة إلى إجمالي الأوراق المقيدة بالبورصة، ومن ثم يتبين مقدار الأوراق المالية الساكنة أو الخاملة التي لا يجري عليها أي تعامل أو تداول.
- تطور نمو إجمالي عدد الأسهم المقيدة: وهو من المؤشرات التي توضح حجم السوق و معدل نموه وبالتالي معرفة إتجاه هذا النمو وإمكانيات تطور السوق، وبحسب كما يلي:

$$\frac{\text{عدد الأسهم في نهاية العام}}{\text{عدد الأسهم في بداية العام}} \times 100$$

- تطور إجمالي رؤوس أموال الشركات

$$\frac{\text{إجمالي رؤوس الأموال في نهاية الفترة}}{\text{عدد الشركات}} + \frac{\text{إجمالي رؤوس الأموال في بداية الفترة}}{\text{عدد الشركات}}$$

مقارنة القيمة السوقية للأوراق التي تم التعامل عليها خلال فترة زمنية معينة بالقيمة الإسمية لنفس الأوراق: يحسب هذا المؤشر من خلال النسبة التالية:

$$\frac{\text{القيمة السوقية للأوراق التي تم التعامل عليها خلال العام}}{\text{القيمة الإسمية لهذه الأوراق}} \times 100$$

- يستخدم هذا المؤشر لإظهار التطور الذي إكتسبته القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة وفي الوقت نفسه مقدار الثقة سواء في السوق نفسها ومدى إستقرارها و كفاءتها، أو الشركات التي أصدرت هذه الأوراق.
- مؤشر المتوسط اليومي لكمية الأوراق التي تم التعامل عليها و عدد العمليات التي تمت على كل ورقة مالية: يحدد هذا المؤشر من خلال نسبتين:
- المتوسط اليومي لكمية الاوراق التي تم التعامل عليها، المؤشر الذي يحسب بالعلاقة التالية:

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

عدد الأوراق التي تم التعامل عليها

عدد أيام التعامل

- متوسط عدد العمليات و الذي يحسب كما يلي:

عدد العمليات التي تمت

عدد الأوراق التي تم التعامل عليها

- تحليل حجم معاملات البنوك و العملاء الآخرين: يحسب هذا المؤشر من جهة لإظهار حجم المعاملات التي تقوم بها البنوك (و كذا شركات التأمين و صناديق الإستثمار) التي تتميز بخبرتها العالية وإمكاناتها، ومن جهة أخرى حجم معاملات الأفراد العاديين كما يلي:

حجم معاملات البنوك

إجمالي حجم المعاملات

× 100

حجم معاملات الأفراد

إجمالي حجم المعاملات

× 100

ثانيا: مؤشرات نشاط الأوراق المالية

- مقارنة سعر إقفال الشهر لكل ورقة مالية بسعر إقفال نفس الورقة الشهر الماضي: حيث أن هذه المقارنة تساعد في معرفة التطور الذي طرأ على الورقة المالية وذلك بحساب النسبة التالية:

سعر إقفال الشهر للورقة المالية

سعر إقفال الشهر لماضي لنفس الورقة المالية

× 100

- تحليل الأوراق المالية التي إرتفع سعرها في السوق وتلك التي إنخفض سعرها و التي لم يطرأ على سعرها أي تغيير خلال العام، و ذلك للوقوف عند:

* العوامل التي أدت إلى تغيير الأسعار سواء بالزيادة أو النقصان.

* العوامل التي أدت إلى تجميد السعر و ثبوته بالنسبة للأوراق التي لم يطرأ عليها أي تغيير.

ثانيا: مؤشرات الحجم

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

عادة ما يتم مقارنة رسملة البورصة (قيمة الأوراق المالية المدرجة في البورصة) مع مؤشرات أخرى كمجموع الإستثمارات الوطنية، حجم الناتج الداخلي الإجمالي عدد التدخلات، و رسملة عدد من الشركات الكبيرة المدرجة بهذه السوق وهو ما يعرف أيضا بتركز السوق و تحسب هذه النسب كما يلي:

* لمعرفة مدى حضور الثقافة البورصية للشعب:

$$\frac{\text{رسملة البورصة}}{\text{الناتج الداخلي الإجمالي}} \times \text{معرفة مدى مشاركة البورصة في تمويل المشاريع} : \frac{\text{رسملة البورصة}}{\text{حجم الإستثمارات الوطنية}}$$

ثالثا: مؤشرات أسعار الأوراق المالية

يوجد نوع آخر من المؤشرات، تلك الخاصة بالسعر و في هذه الحالة يعرف المؤشر على أنه: " أداة لتحديد إتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق، أي تحركات الإتجاه العام للسوق نحو الصعود و الهبوط"¹ أي هو رقم إحصائي يقيس كلا من مستوى واتجاه الأسعار الخاصة بالأوراق المالية المتداولة في السوق كالأسهم والسندات، الجدير بالذكر أن هذا النوع من المؤشرات تختلف طريقة حسابها من سوق إلى آخر و قد نجد أكثر من مؤشر للسعر في نفس السوق، إلا أنه لإحتساب و بناء مؤشرات الأسعار ثلاث خطوات رئيسية يجب إتباعها هي:

1- إختيار عينة ملائمة:

و الملائمة هنا تكون من حيث ثلاث نقاط، أولا الملائمة من حيث الحجم إذ كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيل لواقع السوق، ثانيا الملائمة من حيث الإتساع أي مدى تغطية العينة لمختلف قطاعات السوق، و ثالثا الملائمة من حيث المصدر و المقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر فيجب أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.

2- تحديد الأوزان النسبية لمفردات العينة: و المقصود به القيمة النسبية للسهم داخل العينة، و هناك ثلاث مداخل لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل العينة:

* مدخل الوزن على أساس السعر: حيث يتحدد وزن كل سهم على أساس النسبة:

$$\frac{\text{سعر السهم}}{\text{مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر}} \times 100$$

¹ - هبة عبد الحليم عبد ربه، أحمد علي بكري علم نفس البورصة و تطوير الأسواق المالية العربية دار الوفاء لدنيا الطباعة الإسكندرية (مصر) الطبعة الأولى 2015 ص 28.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

من أشهر المؤشرات التي تستخدم هذه الطريقة مؤشر *Dow Jones، عمر هذا المؤشر يزيد عن 106 سنوات وهو أقدم مؤشر لقياس أسعار الأوراق المالية و تطوراتها وإتجاهاتها، يقيس تطور أسعار أكثر من 30% من الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وقد سمي بهذا الإسم نسبة إلى "شارلز داو" و "إدوارد جونز" مؤسسي جريدة "الوول ستريت جورنال"، هذا المؤشر يقيس ثلاث مجموعات من الأسهم¹:

- مجموعة الشركات الصناعية، عددها 30 وهي من أكبر الشركات الصناعية الأمريكية مثل "جنرال موتورز" و "كوداك".

- مجموعة شركات النقل و عددها 20.

- مجموعة شركات المرافق الكبرى كالغاز و الكهرباء و عددها 15 شركة.

* **مدخل الأوزان المتساوية:** أي إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر حيث:

القيم المتساوية = السعر × كمية وهمية (الكمية الوهمية هي مقلوب السعر)

من أهم الإنتقادات التي وجهت لهذه الطريقة هو أنه "رغم تساوي الأوزان إلا أن الشركات قد تختلف فيما بينها في الأحجام، فكيف إذن و لرأس تساوي الأوزان و الأحجام الحقيقية بالنسبة لعدد الأسهم و لرأس المال المختلف حيث يكون تأثيرها داخل السوق مختلف رغم تساوي الأوزان و كذلك هذه الأوزان ستختلف عندما تختلف الأسعار في الفترات القادمة"².

* **مدخل الأوزان حسب القيمة:** فيعطى وزن للسهم حسب القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم لكل شركة ممثلة

في المؤشر، فيتم ضرب أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر في عدد الأسهم المصدرة و جمع الناتج للتوصل إلى القيمة السوقية الإجمالية لليوم، ثم يتم قسمة الرقم الأخير على الرقم المقابل في اليوم الذي بدأ فيه إستخدام المؤشر، ثم يضرب ناتج القسمة بقيمة بداية المؤشر و التي تحدد بطريقة تقديرية، و من أشهر المؤشرات التي تتبع هذه الطريقة، مؤشر S&P 50* الذي يقيس الأداء الاستثماري للأفراد و الجماعات و يحتوي على أوراق 500 شركة متنوعة ما بين الصناعة و خدمات النقل و البنوك و التأمين حيث تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.

* **مدخل السعر التناسبي:** يتم حساب هذا المؤشر يومياً عن طريق ضرب قيمة المؤشر لليوم السابق في الوسط

الهندسي للأسعار التناسبية اليومية للأسهم التي يحتوي عليها المؤشر، و المقصود بالسعر التناسبي سعر اليوم مقسوماً على سعر أمس، و من أشهر المؤشرات التي تعتمد هذه الطريقة مؤشر خط القيمة[#] في الولايات المتحدة

* موقعه على شبكة الأنترنت هو: www.dawjones.com

¹ - محمد صلاح الحناوي وآخرون تحليل و تقييم الأوراق المالية الدار الجامعية الإسكندرية(مصر) طبعة 2002 ص 68.

² - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان(الأردن) 2014 ص 295.

* - موقعه على شبكة الأنترنت هو: www.standardandpoors.com

- Value Line Index

الفصل الثاني: _____ واقع بورصات الأوراق المالية العربية

الأمريكية ، "المؤشر الذي تحدد له قيمة الأساس عند 100 في 30 جوان 1961 و يتم تعديلها منذ ذلك الحين"¹.

3-طريقة حساب المؤشر: هناك مؤشرات يعتمد في حسابها على الأرقام القياسية و هناك مؤشرات أخرى تحسب على أساس المتوسط، إما المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي.

إن المؤشرات السابقة تعطي صورة واضحة عن مستوى البورصة ومدى تأثيرها و أهميتها بالنسبة للإقتصاد ، فهي تفيد كافة المتعاملين في البورصة ، و كذا مختلف مراكز إتخاذ القرار في أي بلد، و ذلك راجع لأهمية إستخدامها و الدور الكبير الذي تؤديه، كتعريف المستثمرين و الخبراء بالحركة الكلية للسوق لتسهيل عملية إتخاذ القرار الإستثماري الكفاء و مدهم بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية عن السوق، و خاصة التقييم الحقيقي للإستثمارات من خلال مقارنة السلاسل الزمنية و إستنباط العبرة الإقتصادية منها، و من الملاحظ أيضا أن هذه المؤشرات تختلف من بورصة إلى أخرى و ذلك يعود من جهة إلى إختلاف الشركات المدرجة في هذه البورصات، و من جهة أخرى لإختلاف المستخدمين لها و كذا إختلاف طريقة الحساب.

¹ - محمد صلاح الخناوي و آخرون، تحليل و تقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ص 71.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

المبحث الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

تماشياً مع الهدف المحدد للبحث، فإنه لدراسة بورصات الأوراق المالية العربية إعتدنا تقسيم الدول العربية إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تضم الدول العربية الأعضاء في المنظمة العالمية للتجارة، أما المجموعة الثانية فتضم الدول العربية الأخرى التي هي في الطريق إلى الإنضمام للمنظمة العالمية للتجارة.

المطلب الأول: نشأة بورصات الأوراق المالية العربية

في دراستنا لبورصات الأوراق المالية العربية لم نتطرق إلى جميع البورصات المتواجدة بل إلى عينة فقط من البورصات التي إنضمت إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، قسمناها إلى مجموعتين حسب علاقتها بالمنظمة العالمية للتجارة.

أولاً. النشأة التاريخية لبورصات الأوراق المالية في الدول العربية الأعضاء في المنظمة العالمية للتجارة

تضم هذه المجموعة كل من بورصة البحرين، المغرب، الكويت، تونس، مصر، قطر، الإمارات العربية المتحدة، الأردن، عمان والسعودية، هذه الدول التي كان إنضمامها للمنظمة العلمية للتجارة كما يلي:

جدول رقم (2-3): تواريخ إنضمام الدول العربية للمنظمة العالمية للتجارة

الدولة	تاريخ الإنضمام
البحرين	1995.01.01
المغرب	1995.01.01
الكويت	1995.01.01
تونس	1995.03.29
مصر	1995.06.30
قطر	1996.01.13
الإمارات	1996.04.10
الأردن	2000.04.11
عمان	2000.11.09
السعودية	2005.12.11

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على موقع المنظمة العالمية للتجارة.

1- البحرين:

يعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956 المتعلق بإنشاء أول بنك وطني وهو بنك البحرين الوطني، الذي بدأ نشاطه مع مطلع عام 1957، بمثابة الإنطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في البحرين، ثم تبع ذلك تأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية، التجارية، الخدمية والصناعية خلال عقدي الستينات والسبعينات من القرن الماضي، وتزايدت أعدادها بشكل كبير مع بداية عقد الثمانينات،

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

هذا العقد الذي شهد أيضا نشوء سوق غير رسمي لبيع و شراء أسهم الشركات المساهمة العامة إلا أن هذا السوق كان يفتقر للأسس القانونية، التشريعية، الفنية، والإدارية اللازمة لنجاح وإستمرار عمل بورصات الأوراق المالية الأمر الذي جعل هذا السوق يفشل في توفير الثقة والإطمئنان لدى المستثمرين، كما عجز أن يعكس القيمة الحقيقية للأسهم، مما ولد الحاجة إلى تأسيس سوق رسمي يأخذ دوره الطبيعي ضمن قطاعات الإقتصاد الوطني وضمن برامج وسياسات التنمية الإقتصادية والإجتماعية للدولة، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف تم التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) في إجراء دراسة جدوى لإنشاء بورصة للأوراق المالية في البحرين، فكانت النتائج إيجابية ومشجعة لإنشاء مثل هذه السوق نظرا لما تتميز به البحرين من موقع إستراتيجي وبحكم كونها مركزا ماليا إقليميا ودوليا، وبناء على ذلك صدر المرسوم بقانون رقم (4) لسنة 1987 و الخاص بإنشاء و تنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم (13) لسنة 1988، ليتم بذلك إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لإستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول و نشر المعلومات حيث تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989 ب 29 شركة مدرجة فتولت مؤسسة نقد البحرين الإشراف على جميع القطاعات المالية، بما في ذلك أسواق رأس المال، وبالتالي أشرفت على البورصة.

2- المغرب:

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، كانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة"، وكانت العمليات التي تتم على أسهم الشركات المغربية غير المسجلة بالبورصات الأجنبية عبارة عن تبادل بين البنوك عن طريق المقاصة الحرة، وقد أطلق على هذا المكتب إسم "مكتب التصفية في القيم المنقولة"، يرجع تاريخ أول جلسة إلى 1929/11/07، أين كانت تتم المبادلات أسبوعيا¹ كما كان المكتب يقوم بنشر جريدة يسجل فيها طلبات الشراء وعروض البيع، بعدها عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات حتى تعطي للبورصة معناها الحقيقي، ف جاء أول إصلاح في عام 1948 حيث منحت للبورصة الشخصية المعنوية، فالمرسوم الصادر بتاريخ 1948/08/27 إعتبر رسميا بوجود مكتب مقاصة و أضفى عليه الصيغة القانونية، و مرسوم 1948/07/13 غير إسم المكتب ليصبح "مكتب تسعير القيم المنقولة"، ومع حصول المغرب على الإستقلال و خروج رؤوس الأموال الأجنبية تعرضت هذه السوق لبعض الركود، فصدر المرسوم الملكي بتاريخ 1967/11/14 الذي يقضي بإنشاء بورصة القيم بالدار البيضاء، ثم مرسوم 1977/11/15 الذي حدد سيرها خاصة بعد نمو الحركة الإقتصادية في المغرب و زيادة فرص و مجالات

¹ - أنظر:

- منصر كريمة السوق المالية نشأتها و إجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية فرع التحليل الإقتصادي جامعة الجزائر 2002/2001 ص 85.

- بورصة الدار البيضاء نبذة تاريخية من الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء - <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1> لوحظ يوم 2016/10/30.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

الإستثمار وأصبحت تعرف على أنها " مؤسسة معنوية تتمتع بالإستقلال المالي و تخضع لرقابة وزارة المالية، وبقية بورصة الدار البيضاء تعمل على أساس القوانين المحددة في إصلاحات سنة 1967 إلى أن جاء إصلاح سنة 1993 بمجموعة من القوانين و اللوائح لإعطاء بورصة الدار البيضاء إطار تنظيمي وتقني وجعل هذه الأخيرة أكثر نجاعة.

3- الكويت:

عرف الكويتيون التعامل في الأسهم منذ أول شركة مساهمة كويتية طرحت أسهمها للإكتتاب العام في 1952 (بنك الكويت الوطني) ثم أخذت الشركات المساهمة بعد ذلك في التزايد حتى أصبحت تمثل منفذا إستثماريا للأموال التي تراكمت من النشاط الإقتصادي خاصة بعد إكتشاف النفط. وقد إكتسبت مرحلة بداية التعامل في الأسهم أهمية مميزة، ليس فقط لأنها مثلت المرحلة الأولى لتأسيس الشركات المساهمة وظهور أسهمها كأول نوع من الأوراق المالية المحلية القابلة للتداول، وإنما استمدت أهميتها من كونها شهدت تكوين المعالم والملامح الرئيسية للاقتصاد الكويتي الحديث، كما شهدت هذه المرحلة تدفق رؤوس الأموال الكويتية من الخارج للإستثمار المباشر، بالإضافة إلى إستيراد السلع والخدمات.

وقد كان لصدور القانون التجاري رقم 15 لسنة 1960 دورا أساسيا في تنظيم إصدار الأوراق المالية

والإكتتاب فيها، و صدر أول قانون رقم 37 لتنظيم تداول الأوراق المالية في الكويت في أكتوبر من عام 1962،

حيث إهتم بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج، ويعد صدور القانون رقم 32

لسنة 1970 والخاص بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة، أول خطوة هامة لتنظيم تداول

الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية.

وفي فيفري عام 1972 تم إنشاء مكتب لشعبة الأوراق المالية في المنطقة التجارية الخامسة بمدينة الكويت، وتم

في نوفمبر سنة 1976 صدور أول قرار وزاري لتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية

وتشكلت بموجبه أول لجنة للأوراق المالية.

في أبريل عام 1977 تم إفتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في المنطقة التجارية الخامسة بمدينة الكويت، حيث

تولى العاملون فيه تجميع ما يتم تداوله يوميا من الأسهم ، ثم إصدار نشرة يومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها

وعدد الصفقات ثم توزيعها على وسائل الإعلام ومكاتب الوسطاء.

عام 1983 هزت سوق الأوراق المالية الكويتية أزمة عرفت بأزمة المناخ ، حيث كان يتم تداول أسهم غير

مدرجة في البورصة، إضافة إلى أسهم من المفترض أن تصدرها شركات خليجية مؤسسة في الخارج، وتم إقبال أعداد

كبيرة من المساهمين، وفيما بعد تبين أن هذه الشركات وهمية، ما تسبب بخسارة أموال ضخمة وإفلاس معظم

المستثمرين وإختيار السوق.

وفي الرابع عشر من شهر أوت عام 1983 صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

بواسطة لجنة لأوراق المالية وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد.

4- تونس:

لم تكن بورصة الأوراق المالية في تونس تخضع إلى لأي قانون ينظم ويضبط عملياتها، فكانت حرة إلى غاية عام 1937 تاريخ إنشاء غرفة المقاصة التي تعمل على بيع السندات التي يروجها الصندوق العقاري، وفي 1945/04/23 أنشئ الديوان التونسي للقيم مع إلزام كل العمليات المتعلقة بنقل ملكية الأوراق المالية أن تمر به، هذا الديوان لم يبدأ عمله حتى عام 1946.

وفي عام 1969 صدر قانون رقم 13 المؤرخ في 1969/02/28 الذي بموجبه تم إنشاء بورصة القيم المنقولة بإعتبارها مؤسسة ذات صبغة تجارية، تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، تخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط و الإقتصاد الوطني، إلا أنها و بسبب ما تميز به الإقتصاد التونسي في هذه الفترة عجزت عن إستقطاب المدخرات الفائضة في الإقتصاد و توجيهها نحو الإستثمارات مما حتم اللجوء إلى الإصلاحات التي إنطلقت عام 1988 وأهم ماجاءت به:

- تنظيم القرض السندي بإصدار قانون رقم 88-111 في أوت 1988، الهدف من هذا القانون هو فتح السوق السندي و الذي كان سابقا محتكرا من طرف البنوك و المؤسسات غير المالية.
- تشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي (شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير، شركات الإستثمار ذات رأس المال الثابت، شركات الإستثمار ذات رأس المال الخطر) و هذا بإصدار قانون رقم 88-92 و تم تعديل و تكملة هذا القانون بقوانين أخرى عامي 1992 و 1995¹.
- إستحداث منتجات مالية جديدة لتنشيط الإدخار مما سمح بتكوين صناديق التوظيف الجماعي، بموجب قانون رقم 92-107 بتاريخ 1992²/11/16، ومما جاءت به هذه القوانين أيضا إستفادة الإدخار في القيم المنقولة من جباية تحفيزية، حيث تم إلغاء الضرائب على القيم المضافة و التوزيعات، إضافة إلى تخفيض معدل الضريبة على الشركات من 80% إلى 35% مما شجع دخول الشركات إلى البورصة "وتم تحويل البورصة إلى شركة خاصة في أكتوبر 1995 وتحديثها بواسطة نظام إلكتروني في نهاية سنة 1996.

5- مصر:

مع إزدياد النشاط الإقتصادي في مصر في الربع الأخير من القرن الماضي أصبح الجو مهياً لنشأة بورصة الأوراق المالية سواء من حيث توافر الأوراق المالية بالسوق منها الأجنبية و المحلية و المتمثلة في سندات الدين العمومي أو في سندات و أسهم الشركات المساهمة هذا من جهة ، و من جهة أخرى وجد نظام مصرفي متطور والمتعاملين الذين يرغبون في تحويل ما لديهم من أوراق إلى نقود والمتعاملين الذين لديهم نقود ويرغبون

¹ - قانون رقم 92-111 و قانون رقم 95-87.

² - المعدل و المتمم بالقانون رقم 94-117 في 1994/11/14.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

في إستثمارها في الأوراق المالية، ومع بلوغ الشركات المساهمة حوالي 80 شركة فقد ظهر تداول الأوراق المالية على أيدي السماسرة في مكاتبهم الخاصة أو في بعض المقاهي التي إنتقل إليها نشاط تداول الأوراق المالية. و في عام 1898 حاول بعض السماسرة إنشاء بورصة للأوراق .

أنشئت أول بورصة للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883، و أنشئت أكبر بورصة للأوراق المالية في القاهرة عام 1890 لكي تتعامل إلى جانب بورصة الإسكندرية في الأوراق المالية، وبسبب قيام البورصة بنشاطها بمنأى عن كل رقابة أو إشراف حكومي، حيث كانت تدير السوق نقابة السماسرة طيلة 7 سنوات وقعت أزمة عنيفة فتدهورت وأفلست شركاتها عام 1907¹، ثم أصدرت الحكومة أولى لوائح بورصة الأوراق المالية عام 1909، لكن وبسبب تغير الظروف الإقتصادية تم الإتفاق على وضع لائحة جديدة للسوق عام 1933 التي عدلت عام 1940، وفي عام 1953 صدر القانون رقم 329 الذي إشتراط قصر التعامل في الأوراق المالية على السماسرة المقيدين بالسوق، و أن يكون السمسار الذي تتم عن طريقه الصفقة ضامنا لسلامة البيع ، ثم بموجب القانون رقم 161 لسنة 1985 وضعت لائحة جديدة لبورصة الأوراق المالية بدلا من تلك التي كان معمولاً بها منذ 1933 حتى تتماشى البورصة مع الأوضاع و التطورات في الإقتصاد الوطني، و بصدر هذه اللائحة الجديدة و قيام الدولة بتكوين الشركات التي ترتبط بالتنمية الإقتصادية كالبنوك و الشركات الصناعية والتجارية و الفنادق... الخ سادت فترة نشاط و ثقة في السوق، وزاد رأس المال المستثمر في الأوراق المالية بدلا من الإتجاه إلى الإستثمار في الإنتاج الزراعي و النشاط العقاري، لكن و بحلول عام 1961 و صدور القوانين الإشتراكية بتأميم البنوك و الشركات و إنتقال ملكيتها إلى الدولة إنقلبت الأوضاع إلى حالة من القلق و فقدان الثقة في بورصة الأوراق المالية، ومنذ عام 1981 وإعلان الدولة عن سياسة الإنفتاح الإقتصادي، الأمر الذي أعتبر إعتراف صريح بأهمية دور القطاع الخاص وضرورة الإستفادة من كل إمكانيات هذا القطاع ومدخراته، وكذا أهمية بورصة الأوراق المالية التي تمكن من تجميع المدخرات الخاصة فبدأت الدولة في بحث الوسائل والأساليب وإجراء الدراسات وتشكيل اللجان بهدف تنشيط بورصة الأوراق المالية وتنميتها لخدمة الإقتصاد الوطني وسياسة الإنفتاح الإقتصادي ومن ذلك " صدور قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 في 1992/06/22 ولائحته التنفيذية بالقرار الوزاري رقم 130 لسنة 1993 الذي شجع على تأسيس شركات الإكتتاب العام، وإستحداث مؤسسات مالية جديدة مثل صناديق الإستثمار مما يساهم في تنشيط رأس المال و الوصول إلى سوق متطورة و مؤهلة للوصول إلى سوق إقليمية ثم عالمية"²، والبورصة المصرية بورصة شبه حكومية تشرف عليها هيئة منظمة للأوراق المالية "هيئة سوق رأس المال" وهي الجهاز المنظم المسؤول عن ضمان تطوير سوق شفاف وآمن للمستثمرين في مصر.

6- قطر:

¹ - برنامج الأمم المتحدة الإنمائي إدارة الحكم في الدول العربية من الموقع الإلكتروني:

<http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp?cid=17>

² - صلاح الدين حسن السيسى بورصات الأوراق المالية الأهمية، الأهداف، السبل ومقترحات النجاح عالم الكتب الطبعة الأولى 2003 ص 44.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

تم إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون رقم 14 لسنة 1995، لتبدأ عملها في السادس والعشرين من شهر ماي عام 1997. وقبل هذا التاريخ كان التعامل بأسهم الشركات المساهمة في دولة قطر يتم من خلال عدد من مكاتب الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل، الأمر الذي أدى إلى أن تحدد أسعار البيع والشراء بطريقة غير عادلة، في ظل غياب المعلومات، كما أدى إلى صعوبة تسهيل الأسهم عند حاجة المستثمر إلى النقد، ويمكن تلخيص الأهداف التي أنشئت السوق من أجلها بما يلي¹:

- إتاحة الفرصة لاستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد الوطني.
- ضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة.
- العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم جهود التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.
- ترشيد وتطوير أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويوفر الحماية للمتعاملين.
- العمل على تشجيع إنشاء شركات جديدة، وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار.
- قيد الأوراق المالية الجديدة في السوق، والسرعة في تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب.
- إصدار النشرات والتقارير التي تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم اليومية والأسبوعية والشهرية والسنوية، وجميع البيانات الأخرى التي من شأنها أن توضح للمستثمرين الأوضاع المالية للشركات.

7- الإمارات:

إن الأسس والمبادئ العامة للتنمية التي إعتدتها دولة الإمارات، أدت إلى تحقيق إنجازات عديدة يمكن أن تعبر عنها مؤشرات إقتصادية وإجتماعية، ومن مؤشرات التطور هذه، ما شهده قطاع المؤسسات المالية حيث إن هذا التطور يعكس في الحقيقة مجمل التطورات التي تحدث في مجمل القطاعات الإقتصادية في الدولة وبما يلبي حاجات هذه القطاعات نحو الإنطلاق للتنمية الشاملة؛ فقد أرتفع عدد البنوك التجارية من 20 بنكا في العام 1973 إلى 47 بنكا في عام 2002 تمارس عملها من خلال شبكة فروع بلغ عددها 400 فرع في عام 2002 إضافة إلى حوالي 37 مكتبا تابعا لهذه البنوك و حوالي 231 محلا للصرافة و لا بد من الإشارة

¹ - نبذة مختصرة عن تطور العمل في سوق الدوحة للأوراق المالية من الموقع الإلكتروني:

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

إلى أن لدخول سوقى أبو ظبي و دبي للأوراق المالية ففزة نوعية في تطور قطاع المؤسسات المالية و إستكمال بنيته الأساسية .

تأسست "هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع" عام 2000، وهي هيئة التنظيم والترخيص المسؤولة عن سلامة وشفافية "سوق أبو ظبي للأوراق المالية" و "سوق دبي المالية" التي باشرت عملياتها في ماي من نفس العام. وأفتتح "مركز دبي المالي العالمي" عملياته العالمية في سبتمبر 2004، وتتواصل الجهود و تلقى النصح من صندوق النقد الدولي لتطوير إطار تنظيمي شامل لأسواق رأس المال الناشئة.

8- الأردن:

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية ثلاثينيات القرن العشرين حيث تم تأسيس ثلاث شركات كبرى في تلك الفترة هي البنك العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء كما بدأ الإكتتاب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ ، لكن في غياب بورصة منظمة لتداول للأوراق المالية كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير المنظم. ثم توالى تأسيس الشركات المساهمة العامة ليصل إلى (66) شركة عام 1978 ومع ازدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام مع العلم أنه تم إصدار أول قرض سندي في أوائل الستينيات، إتضح الحاجة إلى إنشاء سوق منظم « فتم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم (31) لسنة 1976 حيث بدأ أول يوم عمل فعلي له كسوق منظم للأوراق المالية في 1/1/1978»¹ ، كسوق منظم وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد، كان من أهم أهدافه تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الإستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد الوطني، إضافة إلى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته.

منذ إنشائه قطع سوق عمان المالي خطوات هامة على صعيد سوق رأس المال المحلي حيث حقق تقدما كبيرا في تحقيق أهدافه التي وضعت له مما جعله يحتل مكانة مرموقة بين الأسواق الناشئة في المنطقة وفي العالم ، هذه المكانة التي لم تأتي عبثا بل بعد الجهود الكبيرة وإتخاذ خطوات هامة كان من أهمها إصدار العديد من التشريعات الإقتصادية، وتنفيذ العديد من الإجراءات والقرارات للنهوض بالاقتصاد ومؤسسات الوطن، فكان من أهم التشريعات الإقتصادية والخطوات التي تم إتخاذها، إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، الذي هدف إلى إحداث نقلة نوعية هامة في تاريخ سوق رأس المال الوطني وذلك بصدور مرحلة إعادة هيكلة إصلاح سوق رأس المال الوطني و فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال الوطني، بإنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي لتصبح الجهة التي تتولى عمليات التشريع و الإشراف و الرقابة.

¹ - سوق عمان المالي نبذة عامة من الموقع الإلكتروني http://www.jsc.gov.jo/jsc_arabic/history.asp لوحظ يوم: 2007/01/25.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

" أنشئت بورصة عمان في 11 مارس 1999 بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا تدار من قبل القطاع الخاص و لا تهدف إلى الربح، وأوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية"¹

كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين للملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية والتقاص.

9- عمان:

كانت أول خطوة في طريق إنشاء بورصة للأوراق المالية هي إنشاء شركة عمان للفنادق في عام 1976 وهي أول شركة مساهمة عمانية طرحت أسهمها للإكتتاب العام ثم تلى قيام هذه الشركة إنشاء العديد من الشركات المساهمة العمانية الأخرى التي بلغ عددها 73 شركة قبل قيام السوق؛ وعلى الرغم من صدور التشريعات الإقتصادية و المالية التي تحكم مختلف جوانب العمل المالي و الإقتصادي في السلطنة و تطويرها بين الحين و الآخر، فقد ظل سوق إصدار و تداول الأسهم و السندات العمانية يعمل بصورة غير منظمة نظرا لغياب تشريع و جهاز متخصص ينظمه، يشرف عليه و يراقب نشاطه، ومع إزدياد عدد الشركات المساهمة و إزدياد الوعي الإستثماري أصبحت الحاجة إلى تنظيم عمليات السوق أمرا ضروريا و ذلك إيمانا بأهميته و دوره في تحويل المدخرات نحو الإستثمار و توفير الأموال لمشاريع التنمية الإقتصادية و من الجهود التي بذلت في هذا الصدد صدور المرسوم السلطاني رقم 53 لعام 1988، الذي أنشئ بموجبه سوق مسقط للأوراق المالية كشخصية معنوية مستقلة لها أهلية التصرف في أموالها و إدارتها و مباشرة نشاطها وفق الأسس التجارية، أوكلت له مهمة تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل فيها بيعا و شراء، باشر السوق أعماله بعد إستكمال كافة الإجراءات و الترتيبات اللازمة حيث شهدت قاعة السوق أول عملية تداول يوم 20 ماي 1989 ثم أعيد تنظيمه في نوفمبر 1998 بمقتضى المرسوم السلطاني رقم 98/80 و رقم 98/82 وذلك من خلال من خلال قيام ثلاثة أجهزة رئيسية منفصلة، وهي²:

- الهيئة العامة لسوق المال: وتختص بتنظيم وترخيص ومراقبة إصدار الأوراق المالية وتداولها داخل السلطنة والإشراف على سوق مسقط للأوراق المالية وجميع المتعاملين فيها .

- سوق مسقط للأوراق المالية: وتختص ببيع وتداول الأوراق المالية وتكون بورصة لتداولها .

- شركة مسقط للإيداع وتسجيل الأوراق المالية: وتختص بحفظ سجلات المساهمين وإيداع وتسجيل وحفظ عقود بيع وشراء الأوراق المالية وإثبات إنتقال الملكية وإصدار بيانات إلى المساهمين بذلك. وهي مرتبطة بنظام إلكتروني مع السوق بسهولة نقل البيانات

¹ - صبري الخصب تقرير حول أداء بورصة عمان من الموقع الإلكتروني:

<http://www.ammanchamber.org/UploadedImages/file16.doc> جويلية 2006.

² - الهيئة العامة لسوق المال من الموقع الإلكتروني: <http://www.cma-oman.com/arabic/index.htm> لوحظ يوم: 2005/11/16.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

وفي نفس العام أي 1998 تم إنشاء نظام إلكتروني لتبادل الأسهم، وفي عام 1999 تم إدراج عمان في دليل "مؤسسة التمويل العالمية" للأسواق الناشئة، أما "شركة مسقط لتسجيل الودائع والأوراق المالية" فهي هيئة أخرى تعمل على تنظيم سوق الأوراق المالية، وهي شركة مغلقة يملك 60% من أسهمها الأشخاص الذين ساهموا في رأس مالها، فيما تم تملك الـ 40% المتبقية في البورصة، تتحكم هذه الهيئة بالإيداعات والتحويلات الخاصة ببورصة مسقط، كما تقوم بتحديث سجلات ملكية الأسهم وحفظها وإعداد التقارير بهذا الشأن.

وبذلك أصبحت سوق الأوراق المالية في السلطنة تقف على أرضية صلبة يكمن محورها الأساسي في تنمية الثقة بالاستثمار وتنشيط وتنظيم العمليات المتعلقة بسوق رأس المال.

10- السعودية:

تعتبر الشركة العربية للسيارات التي تأسست في عام 1934 أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، تلاها إنشاء ثلاث شركات كهرباء، ثم شركة الإسمنت العربية التي تأسست عام 1954، ليتزايد بعد ذلك تأسيس الشركات المساهمة مواكبة لإحتياجات التنمية الإقتصادية في تلك المرحلة، وفي نهاية سبعينات القرن الماضي قامت الحكومة بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة الأمر الذي نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها، كما قامت بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة حيث تم طرح أسهمها للإكتتاب العام، إن تظافر هذه العوامل سواء إزدياد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ أو الإجراءات الحكومية ساهم في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور ومن ثم الحاجة إلى تبادل تلك الأسهم فيما بينهم مما ترتب عليه نشوء سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع و شراء الأسهم، و نظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب وكذا ظهور بعض الممارسات غير القانونية كمنشأ أسعار غير واقعية للأسهم صدر المرسوم رقم 8/1230 لتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وفي منتصف الثمانينات وضعت الحكومة كافة عمليات تداول الأسهم تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي، كما فوضت البنوك التجارية بممارسة أعمال الوساطة في تداول الأسهم، وشهدت سوق الأسهم تطورا كبيرا بإدخال نظام تداول (TADAWUL)¹ في أكتوبر 2001 وتم أيضا تعزيز شفافية السوق حيث تقوم الجهات المصدرة للأسهم بنشر بياناتها الدورية، كاليانات المالية بواسطة شبكة الأنترنت، لتصبح بذلك المملكة العربية السعودية من بين الدول الرائدة في العالم، إن لم تكن الأولى، في إنشاء سوق آلية بالكامل للأسهم.

و تعتبر سوق الأوراق المالية السعودية سوق تعامل مباشر حيث تشتري البنوك وتبيع الأسهم عن طريق نظام تداول إلكتروني "نظام المعلومات الإلكتروني للأوراق المالية" الذي أسسته "مؤسسة النقد العربي

¹ - وهو نظام متكامل لتجارة الأسهم يتم بموجبه إتمام الصفقات والتسوية والمقاصة بشكل فوري، وتتيح هذه التقنية للمستثمرين الفرصة للاستثمار بكل راحة ويسر من منازلهم أو مكاتبهم عن طريق شبكة الأنترنت.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

السعودي" (البنك المركزي) سنة 1990 ليقوم بإدارة بورصة، تجمع كل الأوراق المالية المحلية في سوق واحدة، دعم تدفق البيانات إلى المستثمرين، أما "قانون أسواق رأس المال" (المرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 31 جوان 2003) فقد أسس "هيئة أسواق رأس المال" كمرجع تنظيمي موحد يفصل الوظائف الرقابية والإشرافية عن عمليات السوق.

وفي سنة 1994 تم السماح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بالتجارة في الأسهم العادية السعودية حيث كانت هذه السوق مغلقة في وجه المستثمرين غير السعوديين، كما سمح وزير المالية والإقتصاد الوطني، سنة 1999 للمستثمرين الأجانب بالإستثمار في الأسهم السعودية من خلال تمويل مشترك مفتوح المدة وبحلول مارس 2000 كان 122 مستثمرا قد سجلوا أنفسهم لدى "مؤسسة النقد العربي السعودي"

ثانيا: بورصات الدول التي لم تنظم للمنظمة

الدول العربية غير المنظمة للمنظمة العالمية للتجارة هي: الجزائر، السودان، سورية، لبنان، فلسطين، ليبيا و اليمن، لكن في هذه النقطة سنركز على الدول التي شملتها الدراسة التطبيقية لهذا البحث فقط، لذلك إحتزنا بورصة الجزائر، وبورصة لبنان.

1- بورصة الجزائر:

خلال عهد التخطيط الموجه (1965-1988) كان نظام التمويل يتميز بالتمركز على مستوى الخزينة العامة، كما لم يكن يسمح لأي عون إقتصادي بإصدار السندات باستثناء الخزينة التي كانت تصدر سندات التجهيز و سندات الخزينة ، ففي هذه الفترة كانت السوق المالية تتشكل من الخزينة العامة لوحدها طالما أنها تجتذب كل إدخار القطاع العام وتمول كل إستثماراته، ثم شهد الإقتصاد الجزائري برنامجا واسعا من الإصلاحات الهيكلية بهدف التوجه من إقتصاد المديونية إلى إقتصاد السوق المالي، ومن هذه الإصلاحات تلك التي "عرفتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات من القرن الماضي والتي اقتضت نشأة صناديق المساهمة التي تملك أسهم المؤسسات بأقساط متساوية، وكذلك تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة بإصدار قانون جانفي 1988"¹، مما إستوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات على هذا الأساس عملت السلطات العمومية عام 1990 على تحضير شروط قيام سوق مالية من الجانب المادي، في إنتظار توفير الشروط القانونية فقررت الحكومة ومن خلال " الجمعية العامة لصناديق المساهمة" إنشاء هيئة يعطى لها تسمية مؤقتة بـ " شركة القيم المنقولة" على أن تقوم هذه الهيئة بالتنظيم المادي للمبادلات على القيم المنقولة وكافة المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة، فتم تطبيق هذا القرار وتأسيس الشركة بعقد موثق في 1990/12/09 برأس مال إجتماعي قدر بـ 320000 دج، تم الإكتتاب فيه وقسم بأقساط متساوية بين صناديق المساهمة، لكن تعرضت هذه الشركة إلى عدة صعوبات أعاقت مهمتها منها عدم كفاية رأس المال الإجتماعي و عدم وضوح المهام المكلفة بها.

¹ - شعون شعون البورصة و بورصة الجزائر مرجع سبق ذكره ص 79.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

أمام هذه العوائق تم الرفع من رأس مال الشركة إلى 9320000 دج وتغير نظامها التأسيسي خاصة ما تعلق بإسمها و مهامها، و ابتداءً من 1992 أصبحت تعرف بـ "بورصة القيم المنقولة" إلا أن غياب المتخصصين في هذا النوع من النشاطات، وغياب الوسطاء الماليين وكذا وضعية المؤسسات الاقتصادية العمومية التي لا تفي بشروط التعامل داخل هذه السوق جعل من البورصة هيكلًا جامدًا لا يعكس أي وضعية حيوية، مما إستدعى إصدار عدة نصوص ذات طابع تشريعي و تنظيمي:

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المتداولة¹.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتضمن تنظيم الصفقات في مادة القيم المنقولة².
- المرسوم التنفيذي رقم 96-08 المتعلق بتنظيم السوق المالي³.

2- بورصة بيروت:

" أنشئت بورصة بيروت بموجب القرار رقم (1509) الصادر بتاريخ 1920/07/03 عن المفوض السامي الفرنسي ممثل سلطة الإنتداب الفرنسي"⁴، إلا أن نشاطها في هذه الفترة (عهد الإنتداب 1920-1934) اقتصر على التعامل بالذهب و العملات الأجنبية و إستمر ذلك إلى أن ظهرت الشركات المساهمة اللبنانية في ثلاثينات القرن الماضي، هذه الشركات كانت معظمها تستثمر في المرافق العامة من مياه وكهرباء و إتصالات ونقل و خدمات مرفئية، ومع إندلاع الحرب العالمية الثانية حظرت سلطات الإنتداب التداول بالذهب و العملات، و عليه أصبحت إصدارات الشركات المساهمة تشكل نواة عمل البورصة مما أدى إلى التوسع في تأسيس و نشاط الشركات المساهمة، هذا التوسع أظهر الحاجة إلى تنظيم عمليات البورصة لما لها من دور هام في تحويل المدخرات نحو الإستثمار و توفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية .

و إيمانًا بهذه الأهمية و الدور الفعال تكاثفت الجهود و تعددت الإجراءات و من ذلك صدور المرسوم التشريعي رقم 30 بتاريخ 1985/03/23 الذي أعاد سوق العملات و الذهب إلى بورصة بيروت، كما أنشئت سوقا للمواد الأولية و المعادن لكن الحرب الأهلية قلبت الأوضاع و أدت إلى إغلاق البورصة لمدة ثلاثة عشر عاما ليعاد إنفتاحها في 22 فيفري 1996، و سبق الإنفتاح صدور المرسوم رقم (7667) بتاريخ 21 ديسمبر 1995 الذي تم بموجبه وضع النظام الجديد لعمل البورصة، حيث حدد النظام أطر وقواعد التعامل بالقيم المنقولة و الأدوات المالية الأخرى المتداولة في السوق، كما بين النظام الجديد حقوق وواجبات سائر الأطراف ذات العلاقة بالبورصة و المتعاملة معها من شركات ووسطاء و عملاء.

"وتدير بورصة بيروت لجنة مؤلفة من رئيس ونائب رئيس وثمانية أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء بناء على إقتراح وزير المالية. كما يتم تعيين مفوض حكومي لمراقبة البورصة وضمناً لإلتزامها بالقوانين واللوائح

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1991/05/28.

² - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1993/05/23.

³ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1996/01/10.

⁴ - محمد يوسف ياسين البورصة مرجع سبق ذكره ص 18.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

التنظيمية¹، كما تضم اللجنة الشركات المساهمة اللبنانية بصفتهم أعضاء إضافة إلى الوسطاء، وهم الأشخاص المعنويين الذين ينحصر عليهم حق التوسط من قبل اللجنة في عمليات البيع والشراء داخل البورصة.

لا بد من الإشارة إلى أن "الدول التي أصبحت أعضاء في منظمة التجارة العالمية ليست إقتصاديا بأحسن حال من الدول التي لم تدخلها و توصف بأنها دول مراقبة، و السبب في تأخر هذه الدول ، أنها تفاوض و أن لديها برنامج عمل يحتاج إلى وقت حتى تحصل على مكاسب لتدخل المنظمة في أحسن وضع"²؛ و هذا ما حصل مع المملكة العربية السعودية التي تعتبر أكبر إقتصاد عربي إلا أنها تأخرت في الإنضمام بالمقارنة مع بقية الدول العربية المنظمة.

المطلب الثاني: مؤشرات أداء بورصات الأوراق المالية العربية

إهتمت الدول العربية بتطوير الهياكل المالية فيها، وهذا ما تجلّى من خلال الإصلاح الهيكلي لإقتصادياتها، وذلك لإدراكها بأهمية الدور الذي تؤديه بورصات الأوراق المالية خاصة في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الإقتصادية إلى جانب الوظائف الأخرى التي تضطلع بها بورصات الأوراق المالية، للوقوف على مدى تحقيق هذه البورصات للأهداف التي سطرت لها سوف نتطرق إلى أداء البورصات العربية خلال الفترة 2009-2017.

أولاً: مؤشرات الحجم

لدراسة حجم بورصات الأوراق المالية العربية نعتمد على مؤشر عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية، نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي و كذا عدد شركات الوساطة من خلال تجميع بيانات هذه المؤشرات خلال الفترة المحددة للدراسة ، فكانت هذه البيانات كما هو موضح في الجداول الموالية:

¹ - برنامج الأمم المتحدة الإنمائي إدارة الحكم في الدول العربية من الموقع الإلكتروني:

http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp?cid=15 لوظف يوم: 2006/12/4.

² - سمير اللقمان، منظمة التجارة العالمية أثارها السلبية والإيجابية على أعمالنا الحالية و المستقبلية الطبعة الأولى دار الحامد للنشر و التوزيع ص 129.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

1- عدد الشركات المدرجة:

جدول رقم(2-4): عدد الشركات المدرجة

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	272	277	247	243	240	236	228	224	194
سوق أبوظبي للأوراق المالية	67	64	66	66	66	67	68	71	73
بورصة البحرين	49	49	49	47	47	47	46	44	43
بورصة تونس	52	56	57	59	65	72	78	79	81
السوق المالية السعودية	135	145	150	158	163	169	171	176	179
سوق مسقط للأوراق المالية	120	142	135	117	118	131	116	113	113
بورصة قطر	44	43	42	42	42	43	43	42	42
سوق الكويت للأوراق المالية	205	214	214	199	196	207	203	216	216
بورصة بيروت	11	10	10	10	10	10	30	30	30
البورصة المصرية	306	213	214	213	212	214	221	222	222
بورصة الدار البيضاء	73	74	76	77	75	77	75	75	74
بورصة الجزائر	2	2	2	2	2	2	2	2	2

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.
- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2010، 2009.

من الجدول أعلاه، الذي يظهر تطور عدد الشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية العربية وخلال فترة الدراسة الممتدة من 2009 إلى 2017 نلاحظ ضيق نطاق البورصات العربية للأوراق المالية من حيث عدد الشركات المدرجة، فكان أكبر متوسط لعدد الشركات هو 240 شركة سجل في بورصة عمان وأقل متوسط هو شركتان في بورصة الجزائر، بينما تأرجحت باقي المتوسطات إلى أقل من 100 شركة في كل من بورصة البحرين، بورصة تونس، بورصة قطر، بورصة بيروت، وبورصة الدار البيضاء، و أعلى من 100 شركة في كل من السوق المالي السعودي، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية والبورصة المصرية إلا أن هذا العدد يعتبر منخفضاً جداً بالمقارنة مع البورصات المتقدمة والناشئة، ذلك أن متوسط عدد الشركات في البورصات الناشئة يصل إلى 330 شركة، ويصل في البورصات المتقدمة إلى 740 شركة¹.

2- القيمة السوقية

تتصف بورصات الأوراق المالية العربية بصغر حجم رأس المال السوقي أو القيمة السوقية، فلا يمكن حتى التعبير عن الأرقام بالمليار دولار في بورصة الجزائر، و حسب الجدول (2-5) أكبر قيمة سجلت فيها خلال فترة الدراسة كانت 540,3 ألف، القيمة التي تعتبر ضعيفة جداً وسببها قلة الشركات المدرجة وعدم لجوء المستثمرين إلى هذه السوق، ومن الإجراءات التي إتخذتها الدولة لإستقطاب المستثمرين إنشاء سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم

¹ - هبة عبد الحليم عبد ربه، أحمد علي بكري، علم نفس البورصة و تطوير الأسواق المالية العربية، الطبعة الأولى، دار الوفاء لدنيا الطباعة الإسكندرية(مصر) 2015 ص 82.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة¹ السوق التي يمكن أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند إنطلاقها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس الأموال مما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن الملاحظ هو تسجيل شركة واحدة فقط منذ عام 2013 و هي أوم أنفست هي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير وإستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية²

جدول رقم(2-5): القيمة السوقية

الوحدة: مليار دولار

	2009*	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	80201	30,9	27,21	27	25,8	25,5	25,4	24,49	23,9
سوق أبوظبي للأوراق المالية	31889	77,1	71,33	77,65	117	110,4	110	120,95	125
بورصة البحرين	16263	20,1	16,59	15,54	18,5	22,09	19,1	19,22	21,6
بورصة تونس	9237	10,6	9,65	8,87	8,59	9,28	8,87	8,76	8,58
السوق المالية السعودية	318751	353	338,9	373,4	467	483,4	421	448,52	451
سوق مسقط للأوراق المالية	23616	28,3	26,21	30,3	36,8	37,82	41	44,9	46,6
بورصة قطر	87930	124	125,6	126,3	153	185,8	152	154,74	130
سوق الكويت للأوراق المالية	93824	127	106,3	79,26	109	101,5	85,7	86,48	91,1
بورصة بيروت	12843	12,7	10,29	10,42	10,6	11,22	11,1	11,9	11,5
البورصة المصرية	91092	84,1	48,68	61,62	62	69,93	54,9	34,46	44,4
بورصة الدار البيضاء	74186	69,4	60,09	52,61	54,5	54,47	46	57,61	67,1
بورصة الجزائر(مليون)	91	106	540,3	531,2	501	487,5	385	354,7	350

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.

- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2009، 2010.

* بالمليون دولار.

أما بالنسبة لباقي البورصات العربية فنلاحظ أن القيمة السوقية كانت محتشمة في عام 2009 بسبب تأثر معظم البورصات العربية للأوراق المالية بالأزمة المالية العالمية، وقد تفاوت هذا التأثير بين البورصات العربية وفقا لدرجة إرتباطها بالأسواق العالمية، ومما لاشك فيه أن الأسواق الأكثر إرتباطا بالأسواق العالمية هي الأكثر عمقا وتطورا والتي كانت الأكثر تأثرا بالأزمة المالية العالمية مقارنة بالبورصات الأقل إرتباطا وإنتفاحا على الأسواق العالمية، ثم تحسنت القيمة السوقية في السنوات الموالية خاصة مع "قيام السلطات الرقابية والإشرافية العربية على مواكبة كافة المستجدات والتطورات الحاصلة في الأسواق المالية العالمية، من خلال تعديل القوانين والأنظمة والتعليمات وخاصة تلك المتعلقة بالتداول والتقاص والتسوية، وذلك بعد ترقية عدد

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة بتاريخ 15 جوان 2012.

² - بورصة الجزائر، سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> أطلع عليه بتاريخ 19 أوت 2019.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

من البورصات العربية إلى مرتبة البورصات الناشئة، كذلك قامت بعض البورصات العربية بتطوير منظومة من التشريعات والأنظمة الخاصة بالشركات الصغيرة و المتوسطة، لإدراجها أو إنشاء بورصة خاصة بها¹.

3- القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي:

مؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي معيار لمكانة بورصة الأوراق المالية في الإقتصاد ومقياس لمدى الإعتماد عليها في تكوين الناتج المحلي الإجمالي.

جدول رقم (2-6): القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي

نسبة مئوية	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	94,2	93,5	76,6	69,8	70,7	68,9	61,8
سوق أبوظبي للأوراق المالية	19,7	22,9	29,1	26,5	26,2	32,2	34
بورصة البحرين	64,2	60,2	56,4	65	56,4	59,6	67,8
بورصة تونس	20,8	19,1	18,2	20,8	18,3	20,8	21
السوق المالية السعودية	58,7	55,8	62,7	62,1	56	70,1	65,6
سوق مسقط للأوراق المالية	36,8	41,7	46,2	47	50,1	63,9	70,3
بورصة قطر	72,4	72,8	75,4	87,7	71,7	92,7	85
سوق الكويت للأوراق المالية	66	53,6	62,1	59	53,7	78,3	75,8
بورصة بيروت	25,7	26	23,4	23,5	22,6	25,6	22,6
البورصة المصرية	20,7	26,2	22,8	25,1	19,1	10,4	16,6
بورصة الدار البيضاء	64	64,2	49,9	53,2	50,5	46,4	55,6

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.
- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2010، 2009.

الملاحظ من أرقام الجدول جدول رقم (2-6) أن نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي ضعيفة في الدول العربية، حيث يمكن تقسيم الدول العربية حسب هذه النسبة إلى مجموعتين: المجموعة الأولى تضم الدول التي تفوق فيها هذه النسبة 50% و هي الأردن، البحرين، السعودية، قطر، الكويت والمغرب، أما المجموعة الثانية فتضم الدول التي تقل فيها هذه النسبة عن 50% و هي تونس، سلطنة عمان، لبنان، مصر و الجزائر.

4- عدد شركات الوساطة:

تؤدي شركات الوساطة المالية دور فعال في بورصة الأوراق المالية، و ذلك عن طريق توفيرها لمختلف المعلومات الضرورية والتي عادة ما يتوقف عليها قرار المستثمر في بيع أو شراء الأوراق المالية، وكذلك من خلال الدور الهام الذي تقوم به سواء على مستوى السوق الأولية والمتمثل في مساعدة المؤسسات المتدخلة في الإكتتاب، أو على مستوى السوق الثانوية و ذلك عن طريق قيامها بتنفيذ أوامر

¹ - التقرير الإقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية و المصرفية وفي أسواق المال في العربية، صندوق النقد العربي، 2016 ص 155.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

العملاء والقيام بمختلف تقنيات التسعير، والملاحظ في الدول العربية بصفة عامة و عينة الدراسة بصفة خاصة أن عدد شركات الوساطة قليل وثابت طول فترة الدراسة التي كانت تسع سنوات وإذا تغير يكون ذلك التغير طفيف سواء بالزيادة أو النقصان، هذا ما تبينه أرقام الجدول (7-2) الموالي:

جدول رقم(7-2): عدد شركات الوساطة

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	66	63	61	61	61	61	61
سوق أبوظبي للأوراق المالية	55	50	50	50	50	50	50
بورصة البحرين	11	12	12	12	13	13	17
بورصة تونس	22	20	23	23	23	23	23
السوق المالية السعودية	34	34	30	88	88	83	84
سوق مسقط للأوراق المالية	22	21	21	21	20	19	19
بورصة قطر	7	11	11	11	11	11	11
سوق الكويت للأوراق المالية	14	14	14	14	14	14	14
بورصة بيروت	16	16	16	16	16	16	16
البورصة المصرية	149	140	139	139	139	139	139
بورصة الدار البيضاء	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.
- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2009، 2010.

حيث كان أقل عدد سجل في بورصة قطر تليها بورصة البحرين، ثم بورصة الكويت، ثم بورصة بيروت ثم بورصة الدار البيضاء ثم سوق مسقط للأوراق المالية و بورصة تونس و في كل هذه البورصات كان العدد في حدود العشرين شركة عموماً، أما باقي البورصات فتجاوز فيها عدد شركات الوساطة خمسين شركة كبورصة عمان وسوق أبوظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي الذي كان فيه عام 2014 نقطة تحول إذ إنتقل العدد من 30 إلى 88 شركة بسبب تعديل العديد من القوانين والأنظمة والتعليمات المتعلقة بالسوق المالي، أما فيما يتعلق ببورصة الجزائر فحدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة، إذ تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنها الجهة التي تمنحهم الاعتماد¹، ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر

¹ - أنظر: لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 جوان 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزامهم ومراقبتهم، الفصل 1 القسم 1 المادة 2.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

الخارجي BEA ، والبنك الوطني الجزائري BNA ، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك-CNEP Banque ، والقرض الشعبي الجزائري CPA ، والبنكين الخاصين بي ان بي باريسا الجزائر BNP Paribas El . Tell Markets Société Générale Algérie، و شركة خاصة¹ .

ثانيا: مؤشرات السيولة

تعتبر السيولة أو قدرة الورقة المالية للتحويل إلى نقد سائل في أقل وقت وبأقل التكاليف من أهم أولويات المستثمرين عند اتخاذ قرار الإستثمار، كما تسعى بورصات الأوراق المالية للوصول إلى درجات عالية من السيولة، و تعمل على الوصول إليها بإتخاذ كل الإجراءات التي من شأنها التأثير على حركة التداول، من بين أهم المؤشرات التي يستدل بها على سيولة السوق، نجد عدد الأسهم المتداولة، وقيمة الأسهم المتداولة، معدل دوران الأسهم و كذا التعاملات وفقا لطبيعة المستثمر، وهذا ما سنتطرق إليه فيما يلي:

1- عدد الأسهم المتداولة:

يظهر الجدول الموالي تطور عدد الأسهم المتداولة لبورصات الاوراق المالية عينة الدراسة خلال الفترة 2009، 2010.

الوحدة: مليون سهم	جدول رقم(2-8): عدد الأسهم المتداولة								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	6022	6988,8	4072,3	2384,1	2705,8	2321,8	2585,8	1837	1443
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	36570	17611,1	15677,1	16344	51455	58407,6	2565,6	29488	28241
بورصة البحرين	852	612,2	520,2	594,4	1867,8	1127,5	515,6	734,4	1130
بورصة تونس	189,57	309	231,4	223	209,1	195,7	198,4	179,1	186
السوق المالية السعودية	56740	33334	48536	86006	52306	70803,3	65995,9	67729	43298
سوق مسقط للأوراق المالية	6091	3024,5	2380,3	4342,2	7949,2	6620	5642,5	4541	42644
بورصة قطر	3450	2045,1	2133,9	2428,3	1937,5	4439,9	2302,4	1977	2466
سوق الكويت للأوراق المالية	106338	74691,5	38343	83136	126507	54659,8	43193,2	30180	50623
بورصة بيروت	102,59	271,1	67,8	51,6	42,6	89	74,6	120,4	87
البورصة المصرية	36654	33000	18500	34261	28937	57000	49143	68754	79507
بورصة الدار البيضاء	286,38	1188,5	217,8	254,1	220,1	302,9	130,3	294,1	289
بورصة الجزائر(الف)	34,36	27,3	223,8	171	194,7	127,2	135,3	6225	344,2

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.

- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2009، 2010.

نلاحظ من الجدول السابق أن بورصة الجزائر هي البورصة الأضعف، فعدد الأسهم المتداولة قليل جدا بالرغم أنه قد عبر عليه بالألف سهم بدلا من مليون سهم كباقي البورصات عينة الدراسة، و هذا ما هو إلا إنعكاس أو نتيجة لصغر حجم هذه البورصة من حيث الشركات المدرجة والقيمة السوقية التي تم الإشارة إليهما سابقا، بالإضافة إلى محدودية أيام التداول حيث "تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة أيام

¹ - أنظر: وسطاء عمليات البورصة الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> أطلع عليه بتاريخ 11-06-2019.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

في الأسبوع من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.¹

أما بالنسبة لأعلى عدد للأسهم المتداولة فكان لسوق الكويت للأوراق المالية عامي 2009 و2010، رغم أنه إنخفض عام 2010 في معظم البورصات العربية بسبب تداعيات الأزمة المالية، ثم كانت الصدارة للسوق المالية السعودية عامي 2011، و2012 حيث حققت السوق المالية السعودية أعلى رقم لها خلال فترة الدراسة والذي بلغ 86006 مليون سهم عام 2012 بسبب الإكتتابات الأولية التي بلغ عددها سبع إكتتابات، و بلغ عدد الأسهم المكتتب بها أكثر من 257 مليون سهم²، أيضا تم إدراج أسهم ثنائي شركات للتداول خلال هذا العام، ثم إنخفض عدد الأسهم في 2013 على الرغم من إدراج خمس شركات في السوق المالية السعودية بسبب عدة عوامل منها تغير سلوك المتعاملين من المضاربة إلى الإستثمار متوسط و طويل الأجل، و بالتالي الإحتفاظ بالأسهم لمدة أطول³، لتعود الصدارة في هذا العام لسوق الكويت للأوراق المالية، و في عام 2014 قام السوق المالي السعودي بإدراج البنك الأهلي التجاري، حيث تم الإكتتاب بنحو 500 مليون سهم بسعر 45 ريال للسهم، إضافة إلى إدراج أسهم خمس شركات أخرى، إضافة إلى صدور قرار بالموافقة بالسماح للأجانب غير المقيمين في المملكة بالشراء المباشر للأسهم السعودية، و ذلك عن طريق المؤسسات المالية الأجنبية و هو ما زاد حجم التداولات حتى 2015⁴، بينما سجل أعلى عدد للأسهم المتداولة في 2016 و 2017 في البورصة المصرية التي إستعادت نشاطها بعد أو ضاع عدم الإستقرار التي عرفتها البلاد لفترة.

2- قيمة الأسهم المتداولة:

إن عدد الأسهم المتداولة وحده لا يعكس المقدار الحقيقي لسيولة السوق، لذلك وجب التطرق إلى قيمة الأسهم المتداولة و هي ما يظهره الجدول (2-9) الموالي:

¹ - مواقع و طريقة التسعير، الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> أطلع عليه بتاريخ 11-06-2019.

² - انظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2013 ص 155.

³ - انظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2014 ص 158.

⁴ - انظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2015 ص 180.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

جدول رقم(2-9): قيمة الأسهم المتداولة

الوحدة: مليون دولار

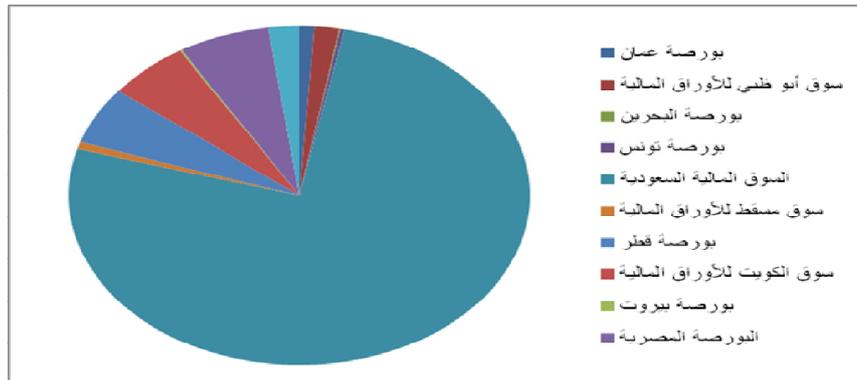
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	13641	9449,2	4025,8	2748,2	4269,8	3192,4	4819,61	3286	4127
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	18766	9284	6670,7	6049,4	23093	39496,2	16010,3	13330	13089
بورصة البحرين	473	285,6	276,6	584,85	1198,4	714,4	291,7	331	562
بورصة تونس	1360	2664,6	1098,2	1217,2	876,6	798,05	918,51	799	840
السوق المالية السعودية	33704	202449	293023	514485	365244	572403	442833	3E+05	223007
سوق مسقط للأوراق المالية	5905	3207,6	2571,4	2768,4	5735,6	5896,1	3547,71	2456	2381
بورصة قطر	25317	18451,4	21287,3	19628	20567	54720,7	25747,3	18953	18199
سوق الكويت للأوراق المالية	103772	43675,4	21960,3	25773	39142	21077,6	13233,7	9507	18907
بورصة بيروت	1038	1871	515	383,04	343,6	606,71	629	86	762
البورصة المصرية	81173	55826,1	24422,4	30449	23222	26433,6	31673,1	23041	14414
بورصة الدار البيضاء	16226	14249,6	8282,7	7082,5	7314,7	5783,57	2915,5	5264	7200
بورصة الجزائر(ألف)	187,54	161,4	2132,8	1555,3	1109,1	980,8	676,6	793	673

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.
- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2009، 2010.

الملاحظ أنه تقريبا طول فترة الدراسة ما عدا العام 2009 كان السوق المالي السعودي يسجل أكبر قيمة للأسهم المتداولة، بل وقيمة الأسهم المتداولة فيه تمثل نسبة كبيرة من مجموع قيمة الأسهم لباقي البورصات العربية محل الدراسة مجتمعة وهذا ما تمثله الأشكال الموالية:

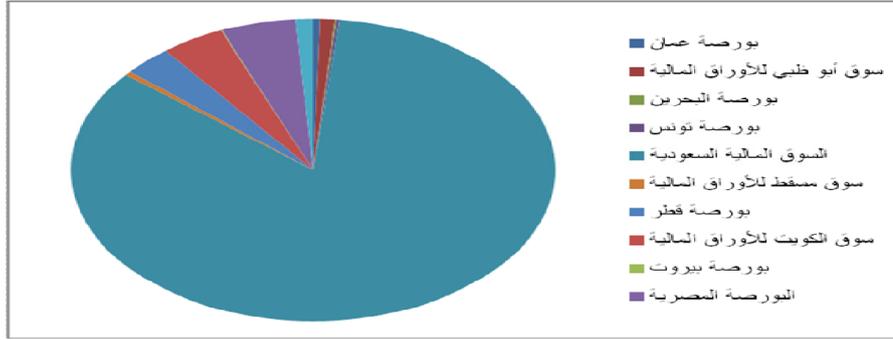
الشكل رقم (2-1): قيمة الأسهم المتداولة لبعض البورصات العربية عام 2011



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على الجدول (2-9).

الشكل رقم (2-2): قيمة الأسهم المتداولة لبعض البورصات العربية عام 2012

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على الجدول (9-2).

حسب الشكل (1-2) و الشكل (2-2) هناك فرق شاسع بين قيمة الأسهم المتداولة في سوق المال السعودي و بقية البورصات العربية، فقيمة الأسهم المتداولة فيه أكبر من قيمة الأسهم المتداولة في بقية البورصات العربية مجتمعة، و هذه الملاحظة كانت طيلة فترة الدراسة و عام 2011 و 2012 مجرد عينة، أي أن السوق المالي أكثر سيولة من بقية بورصات الأوراق المالية العربية مجتمعة و ما هذا إلا إنعكاس لنشاط التداول الذي تعمل السلطات السعودية على تشجيعه باستمرار.

3- معدل الدوران:

معدل الدوران هو إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية، و فيما يلي نورد معدلات الدوران لبورصات الأوراق المالية العربية،

جدول رقم (10-2): معدل دوران الأسهم

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	40,3	30,6	14,8	15,8	16,6	12,5	16,6	13,2	17
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	25,2	12	9,4	7,8	19,8	35,8	14,3	11,5	10,7
بورصة البحرين	2,6	1,4	1,7	1,9	3,2	1,6	1,6	1,7	2,6
بورصة تونس	17,5	25,1	11,4	13,7	10,2	8,6	8,6	7,5	9,5
السوق المالية السعودية	119	57,3	86,5	137,8	78,1	118,4	105,2	68,8	49,5
سوق مسقط للأوراق المالية	30,5	11,3	9,8	8,8	15,6	15,6	9,7	5,7	5,2
بورصة قطر	30,8	14,9	16,9	15,4	13,5	29,4	14,7	12,4	12,8
سوق الكويت للأوراق المالية	126,5	34,5	20,7	24,9	35,8	20,9	10,5	11	21,1
بورصة بيروت	9,2	14,8	5	3,7	3,3	5,4	86,5	0,7	6,5
البورصة المصرية	91,7	66,4	50,2	49,4	37,5	37,8	37,8	51,6	36,5
بورصة الدار البيضاء	23,2	20,5	13,8	13,5	13,4	10,6	10,6	10,2	11,5
بورصة الجزائر	0,21	0,16	1,59	1,17	0,89	0,8	0,7	0,89	0,78

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.

النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2009، 2010

معدل الدوران يأخذ نفس الإتجاه مع باقي مؤشرات السيولة في بورصات الأوراق المالية العربية، إذ أن أقل معدل دوران هو من نصيب بورصة الجزائر، و أعلى معدل سجل في سوق المال السعودي ماعدا عامي

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

2009 و 2010 أين كان أعلى معدل في سوق الكويت للأوراق المالية و البورصة المصرية بالترتيب، تلاهما مباشرة سوق المال السعودي أما بقية السنوات فسواء إرتفع أو إنخفض يبقى معدل الدوران في السوق المالي السعودي هو أعلى معدل، يليه معدل الدوران في البورصة المصرية، ثم سوق الكويت للأوراق المالية ثم بورصة عمان تليها باقي البورصات العربية متقاربة فيما بينها، و هذا دليل على أن كل من السوق المالي السعودي، البورصة المصرية، وسوق الكويت للأوراق المالية هي ابورصات الأنشط عربيا.

3- التعاملات وفقا لطبيعة المستثمر:

في البداية تجب الإشارة إلى أن نسبة التعاملات وفقا لطبيعة المستثمر أفرادا كانوا أو مؤسسات كانت غير متاحة في جميع بورصات الأوراق المالية العربية محل الدراسة كبورصة الجزائر، بورصة تونس، بورصة عمان وبورصة بيروت و متاحة بالنسبة لعام واحد فقط، 2012 في بورصة الدار البيضاء، هذه المعطيات بينها الجدول (2-10).

و هنا يمكن تقسيم بورصات الأوراق المالية العربية إلى ثلاث مجموعات، المجموعة الأولى يسيطر فيها الأفراد على التداول و ذلك في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية، بورصة قطر و السوق المالي السعودي، حيث أن الفرق شاسع جدا بين حجم تعاملات الأفراد وتعاملات المؤسسات في بورصات الأوراق المالية، أما المجموعة الثانية تضم البورصة المصرية حيث يتساوى حجم تعامل الأفراد مع حجم تعامل المؤسسات، عام 2012 تقاسمها مناصفة 50%، أما المجموعة الثالثة فتشمل بورصات الأوراق المالية التي يطغى فيها حجم تعامل المؤسسات على تعامل الأفراد مثل كل من سوق مسقط للأوراق المالية، بورصة البحرين، سوق الكويت للأوراق المالية، وبورصة الدار البيضاء.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

جدول رقم(2-11): التعاملات وفقا لطبيعة المستثمر%

	2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	مؤسسات	أفراد	مؤسسات	أفراد	مؤسسات	أفراد	مؤسسات	أفراد	مؤسسات	أفراد	مؤسسات	أفراد	مؤسسات	أفراد
بورصة عمان	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////
سوق أبوظبي للأوراق المالية	28	72	27,8	72,3	42,8	57,3	37,6	62,4	47,7	52,3	49,1	50,9	51,4	48,6
بورصة البحرين	66,6	33,4	72,7	27,3	54,4	45,6	57,2	42,8	61,7	38,3	61,7	38,3	59,8	40,2
بورصة تونس	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////
السوق المالية السعودية	4	96	5,3	94,7	8,8	91,2	10,2	89,8	10,2	89,8	17,7	82,3	21,6	78,4
سوق مسقط للأوراق المالية	58,9	14,1	63,5	36,5	56,2	43,8	71,1	28,9	69,8	30,2	69,2	30,8	73,6	26,4
بورصة قطر	51,8	48,2	51,6	48,4	46,4	53,6	42,1	57,9	44,9	55,1	49,5	50,5	43,2	56,8
سوق الكويت للأوراق المالية	55,6	44,5	51,7	48,3	23,65	76,35	33,4	66,6	52,9	47,1	55,9	44,1	51,1	48,9
بورصة بيروت	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////
البورصة المصرية	59	41	50	50	49,2	50,8	29	71	39	16	35	65	35	65
بورصة الدار البيضاء	////	////	93,6	6,44	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////
بورصة الجزائر	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////	////

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.

- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2009، 2010

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

ثالثاً: مؤشرات الأسعار:

لكل بورصة من البورصات العربية مؤشراتها الخاصة بها، لذلك إعتدنا في دراسة هذه النقطة على مؤشرات الأسعار المحلية لبورصات الأوراق المالية العربية، والمؤشر المركب لصندوق النقد العربي لدراسة أداء البورصات العربية مجتمعة.

1- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي:

يبين الجدول الموالي تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (أنظر الملحق 2-1)،

جدول رقم(2-12): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

نهاية العام	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
المؤشر المركب	196,3	292,3	258	262	311	320,9	222,7	245,4	247,7

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.

- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2010، 2009.

نلاحظ أن المؤشر المركب لصندوق النقد الدولي و الذي يقيس أداء بورصات الأوراق المالية العربية مجتمعة سجل 196.3 نقطة عام 2009 بالرغم من تداعيات الأزمة المالية و تداعيات أزمة ديون شركات دبي التي أثرت على أداء البورصات العربية¹، و خاصة بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، فاهترت الأسواق العالمية على وقع طلب «مجموعة دبي العالمية» إرجاء سداد ديونها التي تقرب من 60 مليار دولار، أحدث هذا الطلب حالة من الإرتباك الإقتصادي عالميا، وتأثرت بورصات عالمية محققة خسائر كبرى، قبل أن تعاود وتصحح أوضاعها²، ثم إرتفع ليصل إلى 292,3 نقطة عام 2010، الإرتفاع الذي يعكس تعافي بورصات الأوراق المالية العربية من تأثيرات الأزمة المالية العالمية وتداعيات أزمة شركات دبي، ثم تراجع المؤشر عام 2011 ليصل إلى 258 نقطة ليعكس مخاوف المستثمرين جراء إندلاع الإضطرابات في مصر في 25 جانفي 2011، وتفاقم أزمة مديونيات منطقة الأورو وما صاحبه من تداعيات إنعكست سلبا على أفاق الإقتصاد العالمي و ثقة المستثمرين، هذه التطورات دفعت العديد من السلطات العربية لإتخاذ بعض الإجراءات سعيا لإستقرار بورصاتها الأمر الذي تزامن مع تدخل صناديق الإستثمار المحلية في بعض البورصات العربية الكبيرة، مما ساهم في إستعادتها لجزء من خسائرها، هذا من جهة ومن جهة أخرى إستفادت أغلب الدول العربية و خاصة النفطية منها، من تحسن أسعار النفط

¹ - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2009 ص 157.

² - الإمارات في 2009: أزمة إقتصادية طاحنة، جريدة الأنباء الكويتية العدد 23، الأحد 20 ديسمبر 2009 من الموقع الإلكتروني

https://pdf.alanba.com.kw/desktop/pdf-viewer.html?file=/pdf/2009/12/20-12-2009/23.pdf

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

الذي أدى إلى إرتفاع تقديرات النمو الإقتصادي¹ وهذا ما بينه المؤشر عام 2012 ليصل إلى 262 نقطة، واستمر الإرتفاع إلى غاية 2015 حيث إنخفض إلى 222,7 نقطة إنعكاسا للتراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية إلى ما دون 40 دولار، والتي تعتبر السبب الرئيسي في تعميق تراجعات مؤشرات الأسواق المالية العربية، إلى جانب قرارات البنك الشعبي الصيني المفاجئة بتخفيض سعر صرف اليوان الصيني، بالإضافة إلى التراجع الحاد في مؤشرات أسعار الأسواق المالية الصينية، كل تلك العوامل ساهمت في إثارة حالة من الهلع والإرتباك بين أوساط المتعاملين في البورصات العربية والخليجية عل وجه الخصوص، وأدت موجة التراجع هذه إلى تراجع ثقة المتعاملين بشكل عام في بورصات الأوراق المالية العربية²، ثم تحسن المؤشر تدريجيا عامي 2016 و2017 ليصل إلى 247,7 نقطة.

2- مؤشرات الأسعار المحلية:

يبين الجدول رقم(2-13): تطور المؤشرات المحلية لبورصات الأوراق المالية العربية، المؤشرات التي نعتمد عليها لدراسة تطور أداء البورصات العربية بشكل فردي، فنلاحظ تحسن مؤشرات الأسعار خلال عام 2010 لعدد من البورصات العربية عاكسة بذلك الزيادة في القيمة السوقية لهذا العام، فسجلت مؤشرات الأسعار المحلية لبورصات كل من قطر و الدار البيضاء وتونس أعلى الإرتفاعات بين البورصات العربية، وذلك بنحو 25%، 21%، 18% على التوالي، تلتها بورصات مصر والسعودية ومسقط، وذلك بنسب بلغت 15,2%، 8,2%، 6,1% على التوالي، بينما تراجعت مؤشرات أسعار بورصات كل من البحرين وأبوظبي والكويت بنسب أقل من 2% خلال العام نفسه.

أما عام 2011 شهد حالات عدم الإستقرار في بعض الدول العربية، الأمر الذي عكسته مؤشرات الأسعار المحلية، فتراجعت مؤشرات أسعار كل من أبو ظبي والدار البيضاء ومسقط وعمان والكويت ودبي والبحرين وبيروت بنسب تراوحت بين 11,4%، و 25,7%، و تراجعت مؤشرات بورصات كل من السعودية و تونس بنحو 6%، 3,1%، 7,6% على التوالي، وكان أعلى تراجع من نصيب البورصة المصرية، حيث قارب مستوى التراجع في مؤشر الأسعار نحو 50%، "بينما إرتفع مؤشر بورصة واحدة فقط في هذا العام وهي بورصة قطر إرتباطا بالأداء المتميز للإقتصاد القطري خلال هذا العام، في ظل التوسع الكبير في المشروعات الإستثمارية والتوقعات المستقبلية للإقتصاد القطري"³،

بينما شهد عام 2012 مؤشر الأسعار للبورصة المصرية إرتفاعا كبيرا بلغت نسبته 50,8%، ليعوض بذلك جزءا كبيرا من الخسائر التي مني بها خلال 2011، كما إرتفعت مؤشرات أسعار كل من بورصات أبو ظبي والسعودية بنسبة 9,5%، و 6% على التوالي، و ارتفعت مؤشرات أسعار كل من سوق الكويت و مسقط

¹ - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2012 ص 151.

² - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2016 ص 211.

³ - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2012 ص 153.

الفصل الثاني: _____ واقع بورصات الأوراق المالية العربية

بنسب تقل عن 2,5%، كما تراجعت مؤشرات أسعار بورصات كل من عمان وتونس وقطر والبحرين بنسب تراوحت بين 1,5%، و7%.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

جدول رقم(2-13): مؤشرات الأسعار المحلية

نهاية العام

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	2533,5	2373,6	1995,1	1957,6	2065,8	2165,5	2136,3	2170,3	2126,8
سوق أبوظبي للأوراق المالية	2743,6	2711,1	2402,3	2630,9	4290,3	4528,9	4307,3	4546,4	4398,4
بورصة البحرين	1458,2	1432,3	1143,7	1065,6	1248,9	1426,6	1215,9	1220,5	1331,7
بورصة تونس	4291,7	5081,5	4722,3	4579,9	4376,7	5090	5042,2	5488,8	6281,8
السوق المالية السعودية	6121,8	6620,8	6417,7	6801,2	8535,6	8333,3	6911,8	7210,4	7226,3
سوق مسقط للأوراق المالية	6368,8	6755	5695,1	5760,8	6834,6	6343,2	5406,2	5782,7	5099,3
بورصة قطر	5959,2	8681,7	8779	8358,9	103779,6	12285,8	10429,4	10436,8	8523,4
سوق الكويت للأوراق المالية	7005,3	6955,5	5814,2	5934,3	7549,5	6535,7	5615,1	5748,1	6408
بورصة بيروت	,,,,,	,,,,,	,,,,,	,,,,,	,,,,,	,,,,,	,,,,,	,,,,,	,,,,,
البورصة المصرية	1403,2	7142	3622,4	5462,4	6782,8	8926,6	6981	12334,9	15019,1
بورصة الدار البيضاء	10522,6	12655,2	110227,7	9359,2	9114,1	9620,1	8873,7	11644,2	12388,8
بورصة الجزائر*	1017,39143	1110,41991	1407,75827	1363,38966	1247,7631	1161,44716	1251,08371	1305,24035	1280,09695

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.

- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2009، 2010.

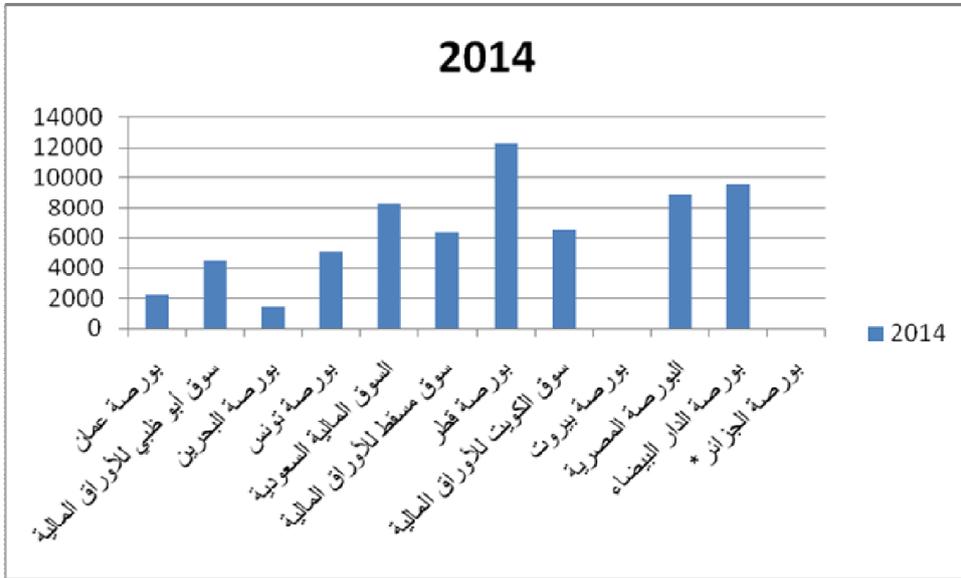
* دزاير أندكس من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz>.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

بحلول عام 2013 تحسنت مؤشرات الأسعار الرسمية للبورصات العربية، فسجل سوق أبو ظبي إرتفاعات كبيرة هي الأقوى منذ 2009، حيث تجاوز الإرتفاع 63%، و قد ساهم في هذا التحسن ترقية سوق أبوظبي إلى الأسواق الناشئة، كما إرتفعت مؤشرات أسعار كل من الكويت، السعودية، قطر، مصر، مسقط، البحرين، عمان، فيما عرف مؤشري أسعار بورصتي تونس والدار البيضاء تراجعاً، حيث ساهم اضطراب المشهد السياسي والتخفيضات المتكررة من قبل وكالات التصنيف الدولية لتونس بشكل كبير في تراجع مؤشر أسعار البورصة التونسية.

أما عام 2014 فعرف أيضاً إرتفاع معظم مؤشرات الأسعار الرسمية للبورصات العربية، فشهد مؤشر الأسعار الخاص بالبورصة المصرية إرتفاعات كبيرة بلغت 31,6%، بسبب التحسن الملموس في الأوضاع السياسية والأمنية المتحقق خلال عام 2014، مما دفع بتحسين غالبية القطاعات مثل قطاع الإستثمار والخدمات المالية، وقطاع البنوك وقطاع العقارات والإنشاءات¹، كما ميز هذه الفترة بعض الأحداث التي أثرت في إتجاه مؤشرات الأسعار الرسمية للبورصات العربية، كترقية بعض البورصات العربية إلى مصاف الأسواق الناشئة وإنضمامها إلى مؤشرات هذه الأسواق، إضافة إلى فوز دولة قطر بإستضافة وتنظيم تصفيات كأس العالم لكرة القدم في العام 2022، بالإضافة إلى التحسن في عدد من الدول العربية التي كانت تشهد حالة من عدم الإستقرار في 2013، و هذا ما يظهره الشكل البياني التالي،

الشكل رقم (2-3): أسعار المؤشرات المحلية للبورصات العربية



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على الجدول (2-13)

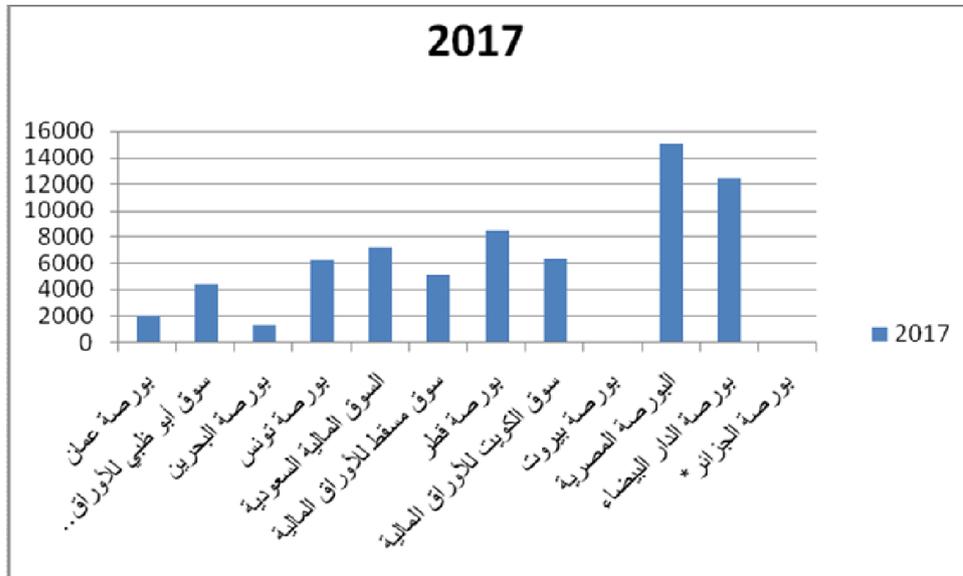
عام 2015 جاء سلبيا بالمقارنة مع العام 2014 حيث تميز هذا العام بالإتجاه السلبي لمؤشرات الأسعار في معظم البورصات العربية إنعكاسا للتراجع في أسعار النفط العالمية وتراجع مؤشرات أسعار الأسواق

¹ - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2015 ص 179.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

المالية الصينية للأسباب التي أشرنا إليها سابقا، أما عام 2016 فكان إيجابيا بالمقارنة مع 2015 إذ إرتفعت مؤشرات أسعار كل البورصات العربية، حيث سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصات كل من مصر والدار البيضاء إرتفاعات كبيرة بلغت نحو 33%، 31,7% على الترتيب، كذلك إرتفعت المؤشرات السعرية لكل من بورصات تونس ومسقط وأبوظبي بنسب أكثر من 5%، بينما عرفت مؤشرات الأسعار في بورصات كل من السعودية والكويت والبحرين وعمان وقطر إرتفاعا بنسب تقل عن 5%، "ويعود التحسن المحقق في مؤشرات أسعار البورصات العربية إلى إتفاق منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) على تخفيض كميات الإنتاج، و قرار تعويم سعر صرف الجنيه المصري، أما مؤشرات الأسعار في بورصات المغرب و تونس فقد إستفادت من التراجع المسجل في سعر صرف الأورو أمام العملات الأخرى، حيث تعتبر منطقة الأورو الشريك الإقتصادي الإستراتيجي لدول المغرب العربي"¹.

الشكل رقم (2-4): أسعار المؤشرات المحلية للبورصات العربية



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على الجدول (2-13).

يظهر الشكل السابق الأداء المتباين لأسعار المؤشرات المحلية لبورصات الأوراق المالية العربية في عام 2017، حيث إرتفعت مؤشرات الأسعار في كل من بورصات البحرين والسعودية والكويت والمغرب وتونس ومصر، بينما تراجعت مؤشرات الأسعار في كل من بورصات أبوظبي وعمان ومسقط وقطر، والملاحظ أن البورصة المصرية سجلت إرتفاعا ملموسا بنحو 21,8% وهو ما يعزى إلى الأثر الإيجابي للقرارات المتعلقة بتعويم سعر صرف الجنيه المصري، بينما سجل مؤشر السوق المالي السعودي إرتفاعا طفيفا على الرغم من التحسن الملموس في أسعار النفط العالمية خلال عام 2017.

رابعا: تطور الأداء على صعيد الإصدارات الأولية

¹ - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2017 ص 134.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

شهدت أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم تراجعاً ملحوظاً خلال العام 2009، يعكس ذلك تأثير الأزمة المالية العالمية وتراجع الثقة بالأسواق المالية، حيث تظهر البيانات أن عدد الإصدارات "انخفض من 71 إصداراً جديداً خلال عام 2007* إلى 54 إصداراً خلال عام 2008، ثم إلى 17 إصداراً فقط خلال عام 2009، وهو العدد الأقل من الإصدارات الأولية منذ بداية عقد التسعينات، أما قيمة الإصدارات الأولية فبلغت نحو 2.14 مليار دولار فقط عام 2009، مقارنةً بحوالي 14.4 مليار و13.2 مليار دولار خلال عامي 2007 و2008 على التوالي"¹، أما السنوات الموالية فيبينها الجدول الموالي:

جدول رقم(2-14): عدد إصدارات الأسهم

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
بورصة عمان	0	1	0	0	0	0
سوق أبوظبي للأوراق المالية	0	3	0	0	4	1
بورصة البحرين	1	0	0	0	1	0
بورصة تونس	5	1	2	10	6	1
السوق المالية السعودية	9	5	7	5	6	4
سوق مسقط للأوراق المالية	1	1	2	4	3	1
بورصة قطر	1	0	0	0	0	0
سوق الكويت للأوراق المالية	0	0	0	0	0	0
بورصة بيروت	0	0	0	0	0	0
البورصة المصرية	2	0	0	0	2	4
بورصة الدار البيضاء	2	4	0	1	2	1
بورصة الجزائر(ألف)	1	0	0	1	0	0

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على التقرير الاقتصادي العربي الموحد للسنوات 2011،2012،2013،2014،2015.

نلاحظ من الجدول تحسن أسواق الإصدارات الأولية عام 2010 مقارنةً بالعام 2009، مما يعكس إنحسار تأثير الأزمة المالية العالمية وتحسن الثقة بالأسواق المالية العربية، فكما تظهر الأرقام إرتفاع عدد الإصدارات الأولية حيث بلغ عدد الإصدارات لعينة الدراسة فقط 18 إصداراً بينما كان 17 إصداراً لمجموع البورصات العربية خلال عام 2009، وكان هذا التحسن في العدد والقيمة على حد سواء كما يظهره الجدول الموالي:

* عدد وقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية بلغ ذروته عام 2007.

¹ - أنظر التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010 ص 157.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

جدول رقم (2-15): قيمة إصدارات الأسهم

الوحدة: مليون دولار

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	0	7,1	0	0	0	0	203	113
سوق أبوظبي للأوراق المالية	0	271	0	0	2733,3	189	0	0
بورصة البحرين	390	0	0	0	24,2	0	0	0
بورصة تونس	177	8,7	7,8	181	121,6	189	0	0
السوق المالية السعودية	1022	461	1420	523	6727,7	756	187	616
سوق مسقط للأوراق المالية	475	63,9	265	179	215,1	189	0	0
بورصة قطر	144	0	0	905	0	0	0	0
سوق الكويت للأوراق المالية	0	0	0	0	0	0	0	0
بورصة بيروت	0	0	0	0	0	0	0	0
البورصة المصرية	378	0	0	0	117,8	756	0	0
بورصة الدار البيضاء	102	39,2	0	122	198,4	0	0	0

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2011، 2012، 2013، 2014، 2015.

- حسب أرقام عام 2015 بالإعتماد على المتوسط خلال الفترة.

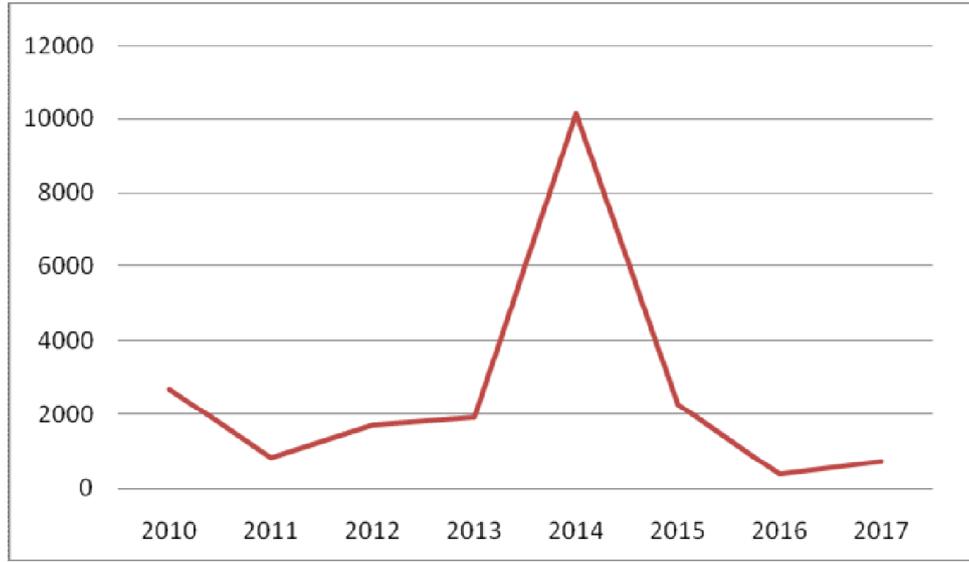
إلا أنه في عام 2011 تراجع عدد وقيمة الإصدارات الأولية، فتوزعت الإصدارات الجديدة بين خمسة إصدارات في السعودية، وأربع إصدارات في المغرب، وثلاث إصدارات في الإمارات، و إصدارا واحدا في كل من الأردن و تونس و عمان، و كان أكبر إصدارات هذا العام، "الإصدار الأولي لشركة إشراق العقارية في الإمارات بقيمة بلغت نحو 229 مليون دولار، يليها إصدار شركة إسمنت حائل في السعودية بقيمة قاربت 131 مليون دولار"¹، و الملاحظ أيضا في هذه الإصدارات الأولية أن قطاع الصناعة تصدر بخمسة إصدارات مقابل أربعة إصدارات للقطاع المالي، فكانت هذه هي المرة الأولى التي تتجاوز فيها إصدارات قطاع معين إصدارات القطاع المالي، الذي يهيمن على بورصات الأوراق المالية العربية.

وبعد تراجع عام 2011 حقق نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم تحسنا ملموسا عام 2012، حيث بلغت القيمة الإجمالية لهذه الإصدارات نحو 1693 مليون دولار، لتعكس حجم السيولة المتاحة في هذه الأسواق و عودة ثقة المستثمرين، فتوزعت الإصدارات الجديدة بين سبعة إصدارات في السعودية، وإصدارين إثنيين في كل من عمان وتونس، "وكان أكبر إصدارين أوليين من نصيب المملكة العربية السعودية، الأول لشركة الطيار بقيمة بلغت 365 مليون دولار، والثاني من نصيب شركة التموين بنحو 354 مليون دولار"²، والجدير بالذكر أن قطاع الصناعة تصدر بأربعة إصدارات بلغت قيمتها 547.8 مليون دولار، مقابل ثلاثة إصدارات للقطاع المالي بلغت نحو 281 مليون دولار، وبذلك تكون 2012 السنة الثانية على التوالي التي يتصدر فيها قطاع معين إصدارات القطاع المالي، كما إستمر تحسن نشاط الإصدارات الأولية عام 2013 حسب ما يظهره الشكل الموالي.

¹ - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2012، ص 153.

² - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2013، ص 152.

الشكل رقم (2-5): تطور قيمة إصدارات الأسهم



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على الجدول (2-15).

فقد تزايد عدد الإصدارات الجديدة عام 2013 ليصل إلى 21 إصدار، توزعت بين عشرة إصدارات لشركات تونسية، وخمسة إصدارات لشركات سعودية، وأربعة شركات عمانية وشركة مغربية وأخرى جزائرية، تمثل أكبر إصدار في "الإصدار الأولي للشركة السعودية" إسمنت المنطقة الشمالية التي طرحت 50% من رأس مالها للإكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت نحو 240 مليون دولار، تليها إصدارات الإكتتاب العامة لشركة "باوان القابضة" في السعودية و"شركة سيمكوب للمياه والطاقة في عمان وشركة "الجرف الأصغر للطاقة" في المغرب، بقيمة 144 و138 و122 مليون دولار، لكل منهم على التوالي¹، أما بورصة الجزائر فشهدت إصدار "مصبرات الجزائر الجديدة روية"^{*} الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية، حيث كانت الكمية المعروضة هي 2122988 سهم التي تمثل 25% من رأس مال الشركة²، ليصبح عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر أربعة شركات³، أما من حيث ترتيب القطاعات الاقتصادية للإصدارات الأولية لبورصات الأوراق المالية العربية فكانت الصدارة لقطاع الخدمات المالية بعدما كانت لقطاع الصناعة خلال العامين السابقين.

عام 2014 شهدت الإصدارات الأولية العربية تحسنا في نشاطها بالمقارنة مع عام 2013، حيث وصل عدد الإصدارات الجديدة إلى 24 إصدار بقيمة إجمالية قدرها 10138,1 مليون دولار، إلا أنها لم تصل إلى مستوياتها القياسية التي كانت عليها قبل الأزمة المالية العالمية، توزعت هذه الإصدارات بين ستة إصدارات

¹ - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2014، ص 161.

^{*} - NCA Rouïba.

² - Rapport annuel 2013, Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, p69.

³ - هي مجمع صيدال الناشط في القطاع الصيدلاني، ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الناشط في القطاع السياحي، أليانس للتأمينات الناشط في قطاع التأمينات.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

لكل من شركات سعودية وتونسية، وأربع إصدارات لشركات إماراتية، وثلاث إصدارات لشركات عمانية، وإصدارين إثنيين لشركات مغربية و مصرية بالإضافة إلى إصدار واحد لشركة بحرينية، "أكبر هذه الإصدارات كان الإصدار الأولي "للبنك الأهلي التجاري" في السوق المالية السعودية، هذا الأخير طرح 25% من رأس ماله على الإكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت نحو 6مليار دولار، تلاه الإصدار الأولي لشركة "إعمار مولز" التي طرحت 15% من رأس مالها على الإكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت نحو 1,6 مليار دولار، كما عاود قطاع الصناعة تصدره للقطاعات الإقتصادية من حيث عدد الإصدارات الأولية، أما من حيث القيمة فقد سيطر قطاع البنوك والخدمات المالية على أكثر من 57% من القيمة الإجمالية للإصدارات الأولية لعام 2014. ¹، إلا أن التحسن في أسواق الإصدارات الأولية لم يدم طويلا فسرعان ما عرفت هذه الأسواق تراجعاً كبيراً في عام 2015 ليصل عدد الإصدارات الجديدة إلى 12 إصداراً بقيمة إجمالية وصلت إلى 2,4 مليار دولار أي حوالي 189 مليون دولار كمتوسط للإصدار الواحد، حيث يعتبر عدد الإصدارات الأولية الأقل خلال فترة الدراسة، وقد شمل هذا التراجع أيضاً قيمة هذه الإصدارات الأولية التي توزعت بين أربعة إصدارات في كل من السوق المالي السعودي والبورصة المصرية، وإصدار واحد في كل من بورصة مسقط، تونس، الدار البيضاء والإمارات، "إلا أن اللافت للإنتباه هو خلو هذه الإصدارات من أي إصدار جديد لشركات القطاع المالي والمصرفي، حيث تركزت الإصدارات في قطاعات الصناعة، والنقل، والطاقة، العقار، الصحة والبناء". ² واستمر التراجع خلال العامين المواليين، كما تجدر الإشارة إلى أن بورصة الجزائر عرفت إصداراً جديداً عام 2016 الذي كان لشركة "بيوفارم"، المؤسسة الناشطة في مجال صناعة الأدوية التي فتحت سوق استثماراتها تماشياً والتحول الاقتصادي الذي عرفته الجزائر، حيث أن شركة بيوفارم طرحت في السوق 20 بالمائة من رأس مالها، مما سمح لها برفع تمويل يفوق 60 مليون دج ³، أما في عام 2017 تقدمت مؤسسة أوم انفست وهي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية بطلب الحصول على تأشيرة دخول إلى قسم الشركات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر، الطلب الذي تم فحصه بواسطة الخدمات الفنية لـ COSOB، التي قررت تأجيل إصدار التأشيرة على أساس أن المصدر يجب أن يراجع العرض التقديمي ومحتوى المشروع المنصوص عليه في إشعار المعلومات ⁴.

المطلب الثالث: خصائص بورصات الأوراق المالية العربية

إن تحليل و تقييم أداء بورصات الأوراق المالية في المطلب السابق مكننا من إستنتاج مجموعة من الخصائص الأساسية المشتركة التي تتميز بها هذه البورصات، وإن كان لكل سوق خصوصيته التي تشتق من ظروف نشأته ونمط تشريعاته ونظمه وهياكله، إلا أنه لهذه الأسواق قاسماً مشتركاً من المشكلات الرئيسية التي يمكن حصرها في العوامل التالية:

¹ - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2015، ص 185.

² - أنظر التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2016، ص 212.

³ - Rapport annuel 2016, Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, p57.

⁴ - Rapport annuel 2017, Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, p 56.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

أولاً: ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية:

تعاني البورصات العربية من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، ويبرز ذلك

جلياً من خلال سيطرة الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق. ويعود ذلك :

1- سيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة في العديد من بورصات الأوراق المالية العربية، مما يترتب عليه احتفاظ مؤسسي هذه الشركات بالغالبية العظمى من الإصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب سواء الجديدة أو الإصدارات اللاحقة لها عند الزيادة في رأس المال، وهذا ما يحرم السوق من الإصدارات الجديدة من الأسهم، ويجعل قاعدة المساهمين والمتعاملين ضيقة للغاية¹.

2- ضعف أسلوب توزيع الاكتتابات: لقد كان أسلوب التوزيع قائماً على الاتصال الشخصي المباشر، وذلك بسبب الافتقار إلى المؤسسات التي تقوم بضمان التغطية والمعاونة في توزيع الاكتتاب².

3- طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة: لقد اعتمدت الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة من خلال طرحها للسندات للاكتتاب العام، غير أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق، فمعظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وهذه المؤسسات تحتفظ بهذه السندات دون طرحها للتداول، وقد انعكس ذلك في ضآلة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية³.

4- محدودية أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق: وترجع محدودية حجم التداول إلى امتلاك الحكومات ومؤسسات القطاع العام لجزء كبير من الأسهم المصدرة، وغالباً ما تتجه هذه الفئات إلى الاحتفاظ بهذه الأسهم لفترات طويلة.

ثانياً: قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية:

تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من تدي الطلب على الأوراق المالية، ومن العوامل التي تفسر هذا الأمر ما يلي⁴:

1- انخفاض معدل الادخار الفردي وعدم ثباته بسبب تدي الدخل النقدي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققة.

¹ - خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، طرابلس (لبنان): المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000، ج 2: المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي ص 253.

² - هبة عبد الحليم عبد ربه، أحمد علي بكري، علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية، الطبعة الأولى، دار الوفاء لدنيا للطباعة، الإسكندرية (مصر)، 2015، ص ص 74، 75.

³ - وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، من الموقع الإلكتروني <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/>، أطلع عليه بتاريخ 03-04-2011. ص 2.

⁴ - أنظر: - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، بدون طبعة، دار صفاء للنشر، 2003 عمان، الأردن، ص 306.
- سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، بدون طبعة، مكتبة مدبولي القاهرة، مصر 1999، ص 128، 129.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

- 2- منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها من جهة، علاوة على منافسة الأوراق المالية الحكومية والأوعية الادخارية للبنوك في تحجيم الطلب على الأوراق المالية للشركات من جهة أخرى.
- 3- تفضيل السيولة في الاستثمار قصير الأجل: لقد اتجهت معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع الادخارية لدى البنوك التجارية وصناديق الادخار، نظرا لما يتطلبه الاستثمار في سوق المال من توافر مستوى عال من الوعي الادخاري و التوظيفي لدى المدخرين.
- 4- عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب «أو شركات» الوساطة.
- 5- ضعف كفاءة أو خبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق، هذا فضلا عن المحددات الرسمية لسقف «الفروقات السعرية» وذلك بغرض تجاوز أو تقليل ميول المضاربة لدى المستثمرين.
- 6- ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق؛ ففي الأسواق المتقدمة تستحوذ المؤسسات على 60% من حجم التعامل مقابل 40% للأفراد، وهذه الصورة تبدو معكوسة في معظم بورصات الأوراق المالية العربية و هذا ما تم توضيحه من خلال الجدول (2-11).

7- ضعف الفرص المتاحة للتنوع: تتسم جميع البورصات العربية- شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة- بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية؛ وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار؛ سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول.

ثالثا: قصور الأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم أسواق المال العربية:

يلاحظ أن من بين أهم المعوقات التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية العربية، تخلف أو قصور النظم والتشريعات التي تحكم أصول وقواعد العمل في السوقين الأولية والثانوية، ويبدو هذا واضح في عدد من الجوانب وتمثل في¹:

- 1- غياب الاستقلال الإداري لبعض البورصات العربية وقلة الصلاحيات المخولة لهذه البورصات وافتقارها لأدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية.
- 2- غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره، ومن أهم هذه المؤسسات الشركات الصانعة للسوق، حيث أدى غيابها في بعض الأسواق إلى زيادة مدة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق. كما تفتقر الأسواق العربية إلى مؤسسات الحفظ والإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة والتي من شأنها التقليل من مخاطر الإخفاق، التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون

¹ - هبة عبد الحليم عبد ربه، أحمد علي بكري، مرجع سبق ذكره، ص ص 77، 76.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

في السوق، بالإضافة إلى زيادة سرعة تبادل الأوراق المالية بين المتعاملين، كما تفتقر معظم أسواق الأوراق المالية العربية إلى شركات الترويج وضممان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضممان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة و إلى وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية، وهي تلعب دورا كبيرا في إنجاح عمليات الخصخصة وخاصة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

رابعا: دقة الإفصاح وتدقيق المعلومات:

تعد المعلومات روح الأسواق المالية والمصدر الرئيس لاتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء، والاستمرارية في تدفقها وتوقيت نشرها وصحتها ودقتها وصدقيتها هي الأساس في كفاية الأسواق المالية. لقد أقرت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال عدداً من المبادئ بخصوص موضوع الإفصاح تنص على "الإفصاح الكامل والدقيق، وفي المواقف المناسبة، عن المعلومات المالية ونتائج الأعمال والمعلومات الأخرى اللازمة للمستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري، إضافة إلى حصول مالكي الأوراق المالية أو مساهمي الشركات على معاملة عادلة ومتساوية، خصوصاً في ما يتعلق بالحق في الحصول على البيانات والمعلومات وحتى لا تستغل المعلومات الداخلية لمصلحة فئة على حساب الأخرى، إضافة إلى إعداد البيانات المالية وتدقيقها طبقاً للمعايير المحاسبية والمراجعة المقبولة دولياً.

تعاني الأسواق المالية العربية من غياب النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على غياب هذه النصوص ضعف الرقابة على الشركات المساهمة، وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، ومن شأن هذا أن يزيد من احتمالات تعريض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم، ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عن ولوجه¹.

لقد أسهم تدني مستوى الإفصاح والشفافية باعتماد العديد من المتعاملين في الأسواق العربية على الإشاعات التي يروجها المضاربون بهدف تعزيز حجم الطلب على أسهم بعض الشركات ورفع سعرها. وهذا بالطبع يسبب خسائر كبيرة لصغار المستثمرين فمعايير المحاسبة الدولية لا تستخدم من قبل جميع الشركات المساهمة، كما أن جودة التقارير المالية متفاوتة من سوق إلى آخر، فالكثير من الشركات لا توفر بيانات وحسابات تفصيلية شاملة، وتقتصر على توفير الحد الأدنى للإفصاح كنشر الميزانية السنوية، وعادة ما يتأخر صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان، كما أن النصوص القانونية في بعض الأسواق العربية لا تلزم الشركات المدرجة فيها بإصدار تقارير نصف أو ربع سنوية، فضلاً عن ذلك فإن الأسواق العربية تفتقر إلى وجود كفاءات فنية قادرة على فهم البيانات المالية في حالة توفرها.

خامسا: ارتفاع درجة تركيز التداول:

¹ - سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سابق، ص 130.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعاني كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لها ارتفاع درجة التركيز هما:

الأول: احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

الثاني: انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سيما أسهم شركات القطاع العام.

سادسا: التقلبات الشديدة في الأسعار:

من الخصائص الأساسية التي تميز بورصات الأوراق المالية العربية شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعود السبب في ذلك إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية بالتالي تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية العربية حيث تبحث كافة المعاملات عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار خاصة في مجال أسهم الشركات. وكثيرا ما يقع مشترو الأسهم ضحايا لما يعرف بالشركات الوهمية نتيجة تداول أسهم شركات لم تنته بعد إجراءات تأسيسها¹.

سابعا: ضآلة حجم السوق:

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 308.

الفصل الثاني: واقع بورصات الأوراق المالية العربية

خلاصة الفصل:

إن الدول العربية حديثة العهد نسبيًا بالأسواق المالية التي كان إنشاؤها نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها خاصة الجانب المالي فيه، والذي عانى من نقص واضح في الموارد التمويلية ووقف حائلا أمام أي توسع اقتصادي أو زيادة في الكفاءة الإنتاجية. وجاء هذا الاهتمام نتيجة لما لهذه الأسواق من دور ريادي في خدمة التنمية المحلية وتوفير البدائل التمويلية اللازمة.

وقد تضافرت جملة عوامل حالت دون قيام البورصات بمهامها المأمولة محليا وإقليميا، الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه البورصات تتمثل في كونها أسواقًا صغيرة الحجم، تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول، وضعف الفرصة المتاحة للتنوع، والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية، كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصات العربية يعثرها الضعف؛ وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة، بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة. وما زالت البورصات العربية تعاني من تفاوت في مستويات التطور والنمو والأولوية في البرامج والسياسات الاقتصادية العربية، وهذه السمات لا تتيح للبورصات العربية الوصول لمرحلة النضوج والوقوف على قدم المساواة مع البورصات المتقدمة في العالم.

كما تأثرت بورصات الأوراق المالية تأثرا واضحا بالتطورات التي عرفتتها إقتصاديات الدول كالعولمة والتكتلات الإقتصادية فكانت هاتان الظاهرتان هما قوة الدفع لعملية التغيير التي شهدتها تلك البورصات، فبادرت هذه الأخيرة إلى مواكبة هذا التحول العالمي من خلال الإنخراط في عملية تغير متلاحق بهدف ترسيخ مركزها والتصدي للتحديات التي ولدتها العولمة، فانفتحت أمام المستثمرين الأجانب، أفرادا كانوا أم مؤسسات وشكلت تحالفات بين بعضها البعض، هذه التحالفات كانت في شكل إندماج أو إتحادات مختلفة المستويات، وهذا نسلط عليه الضوء من خلال هذا الفصل الموالي واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.

الفصل الثالث
واقع التعاون بين
بورصات الأوراق المالية العربية

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

تمهيد:

عرفت الدول العربية إهتماما متزايدا في مجال إنشاء و تطوير بورصات الأوراق المالية وإمكانية التعاون بينها، و جاء هذا الإهتمام إنطلاقا من إيمان راسخ لدى هذه الدول بأن بورصات الأوراق المالية يمكن أن تساعد على زيادة النمو الإقتصادي، و التقليل من الإعتماد على التمويل الخارجي بإعتبارها إحدى أهم القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية و توظيفها في المشاريع الإستثمارية، وفي الوقت نفسه فإن التعاون بين هذه البورصات و إنفتاحها على بعضها البعض له بالغ الأثر على تيسير حركة إنتقال رؤوس الأموال العربية وإستثمارها داخل المنطقة العربية.

إلا أن هذه البورصات ما زالت تعاني من تفاوت مستمر في مستويات التطور والنمو، وتتميز بكونها صغيرة الحجم، تعاني من ضعف الفرصة المتاحة للتنوع، ضعف السيولة، التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية، كما أن الهياكل التنظيمية، التشريعية والمؤسسية لهذه البورصات كذلك يعترها الضعف وعدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة و إقتصارها على السندات والأسهم القليلة، في ظل هذه الأوضاع التي تعيشها البورصات العربية ظهرت أمامها تحديات جديدة فرضتها العولمة التي قلصت أهمية الحدود الوطنية، وما صاحب ذلك من السماح بتدفق التجارة، التكنولوجيا والمعلومات، التحرير المالي، إندماج الأسواق العالمية والتعاون بين بورصات الأوراق المالية، النقطة التي سنعالجها في هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار النظري لعملية التعاون بين بورصات الأوراق المالية

المبحث الثاني: وضعية التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

المبحث الأول: الإطار النظري لعملية التعاون بين بورصات الأوراق المالية

تأثرت بورصات الأوراق المالية تأثراً واضحاً بالتطورات التي عرفتتها إقتصاديات الدول كالعولمة والتكتلات الإقتصادية، فكانت هاتان الظاهرتان هما قوة الدفع لعملية التغير التي شهدتها تلك البورصات، لأنه باتساع نطاق العولمة؛ بادرت بورصات الأوراق المالية إلى مواكبة هذا التحول العالمي؛ من خلال الإنخراط في عملية تغير متلاحق؛ بهدف ترسيخ مركزها، والتصدي للتحديات التي ولّدها العولمة؛ فشهدت بدورها تعديلات في بنيتها وتحالفات بين بعضها البعض، والتي غالباً ما تكون في شكل إندماج أو إتحادات مختلفة المستويات، ومما لا شك فيه، أن شكل التغير وقوته وسرعته وحجمه؛ هي كلها أمور تعكس مستوى التقدم والتنظيم الذي تتمتع به أسواق الأوراق المالية من جهة؛ ومستوى أداء إقتصاديات بلدانها من جهة أخرى.

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

المطلب الأول: ماهية التعاون بين بورصات الأوراق المالية

لقد أدت عمليات الإنفتاح والتحرير المالي التي شهدتها العديد من دول العالم إلى زيادة حركة التدفقات المالية عبر الحدود، مما أدى لزيادة درجة الترابط بين البورصات في العالم، وساهم في زيادة درجة ترابطها وقوتها، وقد تعددت الدراسات التي إهتمت بموضوع التعاون والتكامل بين البورصات، وسبل الربط في ما بينها، والآثار المترتبة عليها.

أولاً: مفهوم التعاون بين بورصات الأوراق المالية

عرف 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 تقريباً - بعد أخذ أسعار الصرف بعين الإعتبار " - 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 وتنزيل الهوامش الإضافية والفروق من سوق لآخر.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

وقد أصبحت نتيجة لذلك؛ حركة أسعار الأوراق المالية المقيّدة 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 عطصت بورصة طوكيو"، وقد 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.

كما دعمت هذه الشبكة عمل الوسطاء والسماسرة؛ من خلال تنفيذهم لأوامر المستثمرين عبر مختلف البورصات المتكاملة؛ الأمر الذي عزّز من عمق وإتساع وسيولة هذه البورصات، وساهم في تخفيض تكاليف التعامل داخلها؛ نتيجة إحتدام المنافسة بين مختلف شركات السمسرة الدولية.² 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 المقيّدة في هذه البورصات.³

ثانياً: الجدوى من التعاون بين بورصات الأوراق المالية

تُطرح العديد من التساؤلات حول الجدوى من تكامل أسواق رأس المال وفرص نجاحه، خاصة وإن كانت هذه الأخيرة متباينة أشد التباين في درجة الكفاءة التشغيلية، والعمق المالي بتباين درجة التنافسية الإقتصادية، والطاقة الإستيعابية لإقتصادياتها المحلية.

حيث تظهر أهمية تكامل أسواق رأس المال -بصفة عامة- من خلال ما تجنيه السوق المالية المحلية؛ عندما تعمل تحت مظلة تكتل مجموعة من الأسواق المالية. وعليه يمكننا أن نبيّن قدرأً من هذه الأهمية في النقاط التالية:⁴

¹ - جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني - التكامل الإقتصادي العربي الواقع والآفاق، جامعة الأغواط، بي 17-19 أبريل، 2007، ص 173.

² - فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، طبعة 1999 ص 156.

³ - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 174.

⁴ - عبد الله بن الضب، إختبار التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية-دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات البانل لدول GCC خلال الفترة 2005-2014. مذكرة دكتوراة في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد كمي، جامعة تلمسان، الجزائر، 2016/2017، ص 77.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

- يسهم تكامل أسواق رأس المال في تقليل التكلفة وزيادة العوائد الإستثمارية؛ حيث يعود السبب الرئيسي إلى دور هذا التكامل في زيادة عدد شركات الوساطة المالية المتاحة أمام المستثمرين، ومن ثمّ زيادة حدة المنافسة بين هذه الشركات؛
 - تجبر هذه المنافسة شركات الوساطة المالية - مع مرور الأيام - على تنويع خدماتها ومنتجاتها الإستثمارية، وتقليل تكلفة الحصول على هذه الخدمات والمنتجات؛ بهدف الإستحواذ على أكبر عدد ممكن من المستثمرين؛
 - يساهم تكامل أسواق رأس المال أيضا في تقليل درجة المخاطرة الإستثمارية، كما أن تكامل أسواق رأس المال يفتح المجال أمام المستثمرين التنويع محافظهم الإستثمارية؛ من خلال زيادة الفرص الإستثمارية القادمة من أسواق مالية مختلفة؛
 - تمتد الفوائد الإقتصادية لتلقي بشمارها على الشركات المدرجة؛ فعلاوة على زيادة عدد شركات الوساطة، وإنعكاسات ذلك على تكلفة التمويل، والترتيب المالي والإدراج، والتداول، فإن تكامل أسواق رأس المال يساعد الشركات المدرجة على تحقيق ميزتي إقتصاديات الحجم، وفسح المجال من خلال التواصل مع شريحة عريضة من المستثمرين، مما يساعد على زيادة إمكانية الحصول على فرص تمويلية أفضل من تلك الفوائد؛ عندما تُدرج أسهم الشركة في سوق مالية منفردة؛
 - تُضاف هيئات أسواق رأس المال إلى الفئات المستفيدة من تكامل الأسواق المالية، حيث تستفيد هيئة السوق المالية من تكامل سوقها المالية مع مجموعة من أسواق رأس المال في تقليل تكلفة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية؛
 - يسهم تكامل أسواق رأس المال في زيادة كفاءة السوق المالية، وتدعيم عمقها المالي، وتوسيع طاقتها الإستيعابية؛ من خلال ما يوفره من السيولة اللاّزمة لدعم دور السوق المالية في منظومة الإقتصاد المحلي.
- وعليه، فإنه من خلال تكامل البورصات يتم التوصل إلى التخصيص الأمثل للموارد، كما يتم تكوين العوائد المرتفعة، من خلال إنتقال رؤوس الأموال إلى الأسواق الأكثر سيولة، وهذا كله من خلال المنافسة التي تنطلق من خلال هذا التكامل، ومن ثمّ التوازن الإقتصادي للسوق. كما يساهم التكامل في الأسواق المالية في تحويل مخاطر السوق (المخاطر المنتظمة) إلى مخاطر غير منتظمة، أي أنه يسمح بعملية التنويع الدولي في تشكيل المحافظ الأوراق المالية.¹ فقد أصبح بناء الإستراتيجيات المالية للشركات يعتمد على حالة الأسواق حالة التكامل أو اللاتكامل. ففي الحالة الأولى مثلا يمكنها زيادة رؤوس أموالها مع 'نخفاض في التكاليف مقارنة بحالة اللاتكامل، كما أن

¹- Mohamad H. Atyeh, **The Theoretical Considerations Of Financial Markets Integration: The Case Of Arab Countries**. journal of economics and sustainable development: www.iiste.org vol.3, no. 1, 2012, p50.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

التكلفة الحدية لرأس المال في الشركات التي تعتمد على الأسواق المالية الدولية تكون أقل من التكلفة الحدية لرأس مال في الشركات التي تعتمد على الأسواق المحلية فقط أو أسواق غير متكاملة.

وبصفة عامة فإن أهم ما يمكن أن نجنيه من التكامل المالي السماح بالمزيد من فرص تقاسم المخاطر؛ والتي بدورها تعمل على تعزيز تخصيص الموارد ومن ثم تخصيص الإنتاج، أضف إلى تنوع وتقسيم المخاطر نجد التوزيع الأمثل لرؤوس الأموال على الفرص الاستثمارية، وتحقيق مستويات عالية للنمو الاقتصادي.

ثالثا: نماذج ومستويات التعاون

1. نماذج التعاون: فيما يلي مختلف نماذج الربط للتعاون بين بورصات الأوراق المالية¹:

- **الربط الحاسوبي للبورصات:** يقصد به ربط حواسيب البورصات عن طريق الشبكة الوطنية للمعلومات أو شبكات الهاتف، كما يمكن أيضا ربط تلك البورصات بشبكات معلومات دول أخرى؛ إما بصفة مستمرة أو لعدد من الساعات اليومية. ولتطبيق هذا النموذج يجب توفر طاقات معلوماتية في كل بورصة؛ مع توفير الضمانات اللازمة لأمن المعلومات إضافة إلى: توحيد هندسة البرمجيات المطبقة في البورصة؛ الإعتماد على قاعدة بيانات نمطية بالبورصات؛ والمشاركة في الوقت الخاص بالربط مع شبكات المعلومات لخفض التكلفة؛
- **الربط البريدي العاجل:** يمكن استخدام البريد الإلكتروني و صناديق البريد الإلكتروني في ربط البورصات من خلال شبكة موحدة، خاصة إذا استدعت الحاجة إلى تبادل صكوك مالية أو أوراق وعقود رسمية، ويستخدم في ذلك شركات TNT- Skypack، Ara Max التي لها شبكات منتشرة في جميع أنحاء العالم؛
- **الربط بالوسطاء الماليين:** يتم إختيار هذا النموذج في حالة وجود عدد من ممثلي البورصات العالمية مسجلين في البورصات، ويسمح لهم بالتعامل فيها، ويعمل هؤلاء الوسطاء الماليون بالوكالة أو بالأجر؛ ولهم دور هام في ربط أسواق الأوراق المالية؛
- **الربط بالشركات المالية العالمية:** للربط بين بورصات الأوراق المالية بشكل غير مباشر يتم اللجوء إلى الشركات المالية العالمية؛ التي لها مكاتب وفروع في الدول والمراكز المالية؛
- **الربط بمحفظة الإستثمارات الدولية:** تعتمد على هذا النموذج الشركات متعددة الجنسيات وشركات الإستثمار الدولية؛ وذلك عند بناء محفظة الأوراق المالية المختلفة الجنسية، ويعتمد لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية، وبالتالي تغيير مكونات محفظة الإستثمار لضمانات أعلى عائد وأقل مخاطر مشتركة؛

¹ - فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 172.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

- **الربط بالسياسات المالية:** يمكن الربط بين بورصات الأوراق المالية عن طريق توحيد السياسات المالية بين هذه البورصات من حيث: سياسات الإقراض والإقتراض؛ سياسات الإستثمار، قوانين الشركات المساهمة العامة؛ شروط تسجيل الأوراق المالية في البورصة؛
 - **الربط التنظيمي:** حيث تعمل البورصات المستهدف ربطها على إستخدام هياكل تنظيمية متوافقة؛ مما يعني أن جميع الأنشطة والإدارات وآليات التداول سوف تكون موحدة، الأمر الذي يسهل الإتصالات التسويقية في تلك البورصات؛
 - **الربط التشريعي:** تقوم بعض بورصات الأوراق المالية الراغبة في الربط بتطبيق نفس التشريعات الإقتصادية والإستثمارية و المالية؛ مما يسهل تبادل التداول في الأوراق المالية ؛
 - **الربط بالشركات المختلفة:** إذ تقوم مجموعة من الدول بإنشاء شركة مشتركة يكون لها فروع في مناطق جغرافية مختلفة، مما يعني سهولة تسجيل أسهم وسندات هذه الشركة في أكثر من بورصة، وبالتالي يكون لهذه الشركة دورا إستراتيجيا في ربط بورصات الأوراق المالية؛
2. **الربط المتكامل:** أين يتم ربط بورصات الأوراق المالية بأكثر من نموذج من النماذج السابقة الذكر، فترتبط البورصات بالحواسيب الإلكترونية، البريد السريع، توحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح المالي، والربط التنظيمي والتشريعي، وتُسخر لذلك الأعمار الصناعية للإتصالات وإستقبال المعلومات عن أسواق المال، "فمثلا بورصات الإتحاد الاوروي حققت ربطا متكاملا عن طريق إستخدام أكثر من آلية من الآليات المعروفة لديه، فهي ترتبط فيما بينها بالحواسيب الإلكترونية والبريد السريع مع توحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح المالي والهياكل التنظيمية والتشريعية وإستخدام الأعمار الصناعية في تحقيق الإتصالات وإستقبال المعلومات عن الأسواق المالية بها"¹.
3. **مستويات التعاون:** يمكن ربط بورصات الأوراق المالية بنموذج واحد أو أكثر من النماذج السابقة الذكر، وشكل الربط سواء كان نموذج واحد أو أكثر يعبر عن مستوى التعاون بين بورصات الأوراق المالية المربوطة، ومستويات التعاون هذه نذكرها فيما يلي من أكثرها تكاملا إلى أقلها تكاملا²:
- **التعاون القائم على أساس تنسيق الأنظمة وتوحيد معاملات المقاصة والتسوية:** يعتبر هذا المستوى من التعاون أكثر الأشكال تكاملا لربط بورصات الأوراق المالية، وهو ما يتطلب توحيدا وتنسيقا واسع النطاق للتشريعات والقواعد والأنظمة، من خلال توفير للمستثمرين والشركات المدرجة للتداول العام من كل بلد من البلدان الأعضاء قواعد تداول موحدة، دفتر أوامر واحد لكل شركة مدرجة، غرفة مقاصة واحدة، ونظام دفع

¹ - سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول تونس، مصر والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2007_2008 ص 97.

² - فريد النجار، المرجع السابق، بتصرف.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

وتسليم واحد، وتداول الأسهم عادة من خلال الأنترنت، كما يوفر هذا الشكل من التكامل فرص وصول متساوية للمعلومات عن الشركات وأسعار الأسهم بلغات كل الدول الأعضاء؛ إن كانت لغاتهم مختلفة؛

● **التعاون القائم على أساس تيسير التبادل العابر للحدود:** تتاح بموجب هذا المستوى من التنسيق والتعاون للمستثمرين الأجانب إمكانية الوصول إلى الشركات المدرجة محليا، وعادة ما ترحب بورصات الأوراق المالية المتقدمة بالتداول العابر للحدود، الذي يجتذب أموال الإستثمارات من جميع أرجاء العالم، ويمكن للمستثمرين إعطاء أوامرهم من أي مكان، كما تنشر الصحف الدولية الكبرى معلومات عن الأوراق المالية تصل إلى أوسع قاعدة ممكنة من المستثمرين، إضافة إلى تشجيع إزالة القيود التشريعية على ملكية الأجانب للشركات المحلية. حيث يسمح هذا المستوى للوسطاء الأجانب بالعمل في بورصات الأوراق المالية المحلية؛ من خلال مكاتب فرعية، أو السماح لهم بالتعاون مع نظرائهم المحليين في إعطاء الأوامر بالنيابة عن المستثمرين، حيث تزيل التشريعات التي تسهل خدمات الوساطة العابرة للحدود الحاجة إلى إتصال المستثمرين بالوسطاء في كل سوق أجنبي؛ ومن ثمّ تنخفض تكاليف التداول العابر للحدود، وفي هذا السياق تعتبر تكنولوجيا الإتصال الحديثة والأنترنت ذات فائدة كبيرة، فباستخدام أحدث التكنولوجيات يمكن إقامة وصلات إلكترونية بين بورصات الأوراق المالية، ومواقع إلكترونية توفر معلومات عن الشركات المدرجة، أسعار الأسهم وحركة المؤشرات؛

● **التعاون القائم على أساس الإدراج المشترك للشركات:** وهو الشكل المستخدم في شتى أنحاء العالم، فمن جهة تفضل الشركات من الدول النامية الإدراج بصورة مشتركة داخل وخارج بلدانها أو مناطقها؛ خاصة الإدراج المشترك مع سوق متطور، لأن ذلك لا يُمكنها من جمع المزيد من رؤوس الأموال فحسب، ولكن يجعلها أيضا مضطرة إلى تحسين ممارستها التجارية، ومن جهة أخرى فإن بورصات الأوراق المالية التي ترغب في إقامة وصلات أقوى مع بورصات الأوراق المالية الإقليمية أو العالمية؛ ولكنها غير قادرة على تنسيق قواعدها وأنظمتها أو توحيد معاملات المقاصة بها مع البورصات الأخرى، يمكنها أيضا المشاركة في الترابط عن طريق السماح بالإدراج المشترك للشركات المقامة في الخارج. حيث يعتبر الإدراج المشترك أقل تكلفة من تنسيق الأنظمة والمعاملات المالية، وذلك بالنظر إلى أن المتطلبات القانونية والتكنولوجية تكون أقل في حالة الإدراج المشترك من إنشاء منصة تداول مشتركة، إلا أن هذا الإدراج المشترك يمكن أن يثير بعض التحديات؛ ذلك لأنه يتعين على الشركات أن تستثمر قدرا معينا من المال والوقت في التعرف على متطلبات الإدراج في أكثر من بورصة واحدة والإمتثال لها، إضافة إلى دفع رسوم إدراج متعددة، الأمر الذي لا يمكن أن يكون ممكنا عمليا بالنسبة للشركات المتوسطة الحجم أو الأعمال التجارية الإقليمية ذات الخبرة المحدودة ببورصات الأوراق المالية، أما الشركات الكبيرة فهي التي تستفيد أكثر الاستفادة من نظام الإدراج المشترك، وعلى الرغم من التكاليف المضافة؛ فإن الإدراج في أكثر من بورصة واحدة في المنطقة؛ يمكن أن يساعد الشركات على جمع رأس المال السهمي؛ الذي قد لا يكون متاحا في السوق المحلية، كما يمكن أن يفيد الإدراج المشترك

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

المستثمرين المحليين من خلال زيادة عمق السوق المحلية، وإمكانية الوصول إلى أسهم الشركات الأجنبية؛ من خلال تزويدهم بمعلومات مالية متاحة فعليا عنها، ويمكن أن يجتذب الإدراج المشترك للشركات المحلية في خارج المنطقة أموال الإستثمارات العالمية، وفي الوقت نفسه يمكن أن يضيف الإدراج المشترك للشركات الأجنبية في بورصات الأوراق المالية الوطنية والإقليمية عمقا إلى السوق الناشئة.

المطلب الثاني: قياس التعاون بين بورصات الأوراق المالية عن طريق النماذج القياسية

في الآونة الأخيرة؛ ركزت كثير من البحوث على موضوع تعاون وتكامل الأسواق المالية، وكيفية معالجة هذا الموضوع بإستعمال الإقتصاد القياسي؛ والكشف عن محدداته، كما إتضح جليا في الدراسات السابقة للموضوع. يشير مصطلح تعاون أو تكامل تكامل الأسواق المالية إلى مدى العلاقات التبادلية بين أسواق الأسهم، وهناك من يستخدم موضوع إندماج الأسواق المالية للدلالة على التكامل؛ أضف إلى ذلك مدى إرتباط عوائد الأسهم في الأسواق المحلية بالعوائد في الأسواق العالمية كمؤشر للتكامل. وعليه سنعرض فيما يلي أهم النماذج القياسية المستخدمة في ذلك.

أولا: نموذج تسعير الأصول المالية CAPM

يدرس ويحلل نموذج تسعير الأصول المالية؛ طبيعة العلاقة بين العوائد المتوقعة والمخاطر (المنتظمة وغير المنتظمة)¹، وهو نموذج التوازن الإقتصادي لتقييم الأسهم بواسطة العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع، ويتم تمثيل هذا النموذج بيانيا بواسطة خط سوق رأس المال الممثل بالعلاقة:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

حيث:

$$E(r_i) = \text{العائد المتوقع للورقة المالية}$$

$$E(r_m) = \text{العائد المتوقع لمحفظة السوق}$$

$$r_f = \text{العائد على الأوراق م خالية لمخاطر}$$

$$\beta_i [E(r_m) - r_f] = \text{مقياس حساسية الورقة بالنسبة إلى مخاطر السوق.}$$

² أما الفرضيات التي يستند عليها هذا النموذج فهي:

¹ - حسين عطا غنيم، دراسات ف التمويل التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة المحافظ الأوراق المالية، الطبعة الأولى، 2005، المكتبة الأكاديمية، مصر، ص 465.

² - J. David Cummins, **Asset Pricing Models And Insurance Ratemaking**, Astin Bulletin, Vol. 20, No. 2, The Wharton School Of The University Of Pennsylvania, Philadelphia, USA, pp134-135.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

- يهتم المستثمرون فقط بعاملَي المتوسط والتباين؛ مما يعني أن قراراتهم الاستثمارية مبنية على العائد المتوقع، وتباين محافظ الأوراق المالية؛
- يتجنب المستثمرون المخاطرة عادة، وأن جميع المستثمرين لهم فترة واحدة كافية (أفق زمني)؛
- عوائد الأصول المالية تتبع التوزيع الطبيعي؛
- يمكن للمستثمرين الإقراض والاقتراض بدون مجازفة؛
- توجد أصول (أوراق مالية) خالية من المخاطر؛
- الأسواق في حالة المنافسة التامة، وجميع المعلومات تنعكس كلياً في الأسعار؛
- أسواق رأس المال في حالة توازن، وتتميز بإنعدام تكاليف الصفقات والضرائب.

ثانياً: نموذج التسعير بالمراجحة

تم بناء نموذج التسعير بالمراجحة (APT) من طرف روبن 1976، والذي يقول أن هناك عدة عوامل للمخاطر المنتظمة؛ ولا يمكن الاعتماد على عوائد السوق لوحدها، من هذه العوامل: التضخم، بعض مؤشرات الإقتصاد الكلي، معدلات الفائدة... الخ، ويعتبر هذا النموذج كبديل عن نموذج تسعير الأصول المالية (CAPM) إن الشكل العام لنموذج التسعير بالمراجحة (APT) هو كالتالي¹:

$$E(R_i) = \beta_i + \sum_{i=1}^n \beta_i F_i + \mu_i$$

تمثل μ_i باقي النموذج؛

F_i قيم العوامل؛

β_i تمثل معدلات حساسية العوامل (ثابت)؛

أما $E(R_i)$ فيمثل العائد المتوقع.

نجد أن معظم البحوث الأولى حول تكامل الأسواق المالية، وكذلك الدراسات الحديثة*؛ كانت على أساس نموذج تسعير الأصول المالية ونموذج التسعير بالمراجحة، إذ يعتمد هذا النموذج في بنائه على أساس السوق الواحدة

¹ - Mishkim, Fredric S, Eakins Stanley G, Financial markets and institution, 2eme edition, Addison, Westhay, US. 1998.

* أنظر على سبيل المثال:

- stephen A, Ross, The Arbitrage Theory of capital Asset pricing, , journal of Economic Theory, 13, University of Pennsylvania, 1976 , pp 341-360.

- Gur Huberman, Zhenyu Wang, Arbitrage Pricing Theory, , the Federal Reserve Bank of New York, Columbia University ,August 15, 2005.

- Faruque, Muhammad , An Empirical Investigation Of The Arbitrage Pricing Theory In A Frontier Stock Market: Evidence From Bangladesh. Indian Journal Of Economics And Business , Vol. 10, No. 04 1.December 2011, Pp. 443-465

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

(مجزأة) فهو يفترض حالة التكامل التام للأسواق المالية في الإطار الدولي، وقد تم إيماده من أجل إختبار التكامل المالي في دراسات عديدة،* وفي الواقع من المستحيل أن تجد حالة التكامل التام بين الأسواق المالية، ومن المستبعد أن يكون حالة سوق اللاتكامل التام (أي في معزل عن جميع الأسواق العالمية). يجد المتبع لدراسات إختبار التكامل المالي أن هناك تزايد كبير في أدبيات تكامل الأسواق المالية، فأغلب الدراسات الحديثة تعتمد على نماذج الإقتصاد القياسي مثل طريقة التكامل المشترك، الإنحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم تجانس التباين (نموذج (GARCH) السببية لقراجر، ونموذج الانحدار المتعدد VAR وتحليل التباين في قياس هذا التكامل بين الأسواق.

ثالثا: نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR

حسب بنية نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR فإنه لدينا نظام يتكون من مجموعة معادلات يكون فسها كل متغير داخلي له معادلة، بحيث أن عدد معادلات النموذج تساوي عدد المتغيرات الداخلية، كما أن كل متغير داخلي يعامل على أنه دالة في القيم المبطل لكل المتغيرات الداخلية وكل المتغيرات الأخرى الخارجية . ويأخذ نموذج VAR الشكل الرياضي التالي:¹

$$y_t = a_1 y_{t-1} + \dots + a_p y_{t-p} + b x_t + \varepsilon_t$$

يعتبر شعاع (أو متجه) تصحيح الخطأ نموذج متجه إنحدار ذاتي VAR لكنه مقيد، ويتم تصميمه للإستخدام مع السلاسل المعروف أنها متساوية التكامل. بمعنى آخر أن نموذج VAR له علاقات تكامل متساوي، تم توصيفها، بحيث تقيّد على المدى الطويل سلوك المتغيرات الداخلية؛ لتتجمع حول علاقتها التكاملية مع السماح بالتعديل الديناميكي في المدى القصير.

حد التكامل المتساوي يعرف بحد تصحيح الخطأ، حيث أن الإنحراف عن التوازن في الأجل الطويل، يتم تصحيحه تدريجيا من التصحيحات والتعديلات الجزئية في الأجل القصير وفي الأجل الطويل، فالمكون سوف يساوي الصفر، وكل متغير من المتغيرات الداخلية (غير الساكنة) سوف يتكيف ليحقق علاقة التوازن بشكل جزئي.

رابعا: طريقة التكامل المشترك*

هناك عدة طرق لإختبار التكامل المشترك، فتناول منها تلك التي استعملت في إختبار تكامل الأسواق المالية منها طريقة إنجل - غرانجر Engle - Granger وتسمى أيضا أسلوب المرحلتين، وطريقة ثانية؛ طريقة جوهانسن -

* من هذه الدراسات على سبيل المثال:

Solink1983, Cho, Eun, and Senbet (1986) .

¹ - عبد الله بن الضب، مرجع سبق ذكره ص 89.

* أنظر المطلب الرابع من المبحث الثاني لهذا الفصل.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

جوليس Johansen - useliu إذ تعتمد هذه الأخيرة على اختبارين اختبار الأثر واختبار القيمة الذاتية العظمى ، بالنسبة لاختبار الأثر Time ، يحسب كما يلي¹ :

$$\lambda_{trace} = -n \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \lambda_i)$$

المطلب الثالث: تجارب التعاون الإقليمي والدولي في مجال بورصات الأوراق المالية

بسبب التوسع في تحرير الأسواق والتدفقات المالية، وكذا تطبيق إتفاقيات تحرير تجارة الأوراق المالية للدول الأعضاء في منظمة التجارة العالمية، ظهرت الحاجة إلى التعاون بين بورصات الأوراق المالية، وذلك في سبيل مواءمة الأدوار التقليدية لتلك البورصات مع التحديات التي تفرضها التكنولوجيا وعمولة الأسواق.

أولاً: الهيئات الإقليمية والدولية الداعمة للتعاون

سواءً كانت الهيئات جمعيات أو إتحادات؛ فهي عبارة عن أجهزة تُقام أساساً لغرض النهوض بالأعمال التجارية؛ من خلال التعاون والتنسيق والتكامل بين تلك الأسواق. وهي تتدرج من أجهزة تمثيلية مرنة إلى أجهزة على درجة عالية من التكامل، وبينهما تشكيلات أخرى على درجة متفاوتة من التنسيق والإنضباط. وعادة ما يشير إسمها- مثل الجمعية أو الاتحاد- إلى درجة القوة في العلاقة المؤسسية التي تربط بين أعضائها، ومن نماذج الهيئات التي تسهل التعاون والتنسيق بين بورصات الأوراق المالية نجد:

1. الإتحاد الدولي لبورصات الأوراق المالية: يمثل الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية* منظمة دولية تضم في عضويتها البورصات الرئيسية في العالم؛ كما توجد تسعة بورصات أخرى منتمية و35 بورصة مراسلة** والتي

¹ - المرجع السابق ص92.

* ظهرت الحاجة إلى إقامة تعاون دولي بين أسواق الأوراق المالية خلال الثلاثينات من القرن الماضي، حيث بادرت الغرفة الدولية للتجارة- ومقرها باريس- إلى إقامة مكتب دولي لأسواق الأوراق المالية؛ إستمر في ممارسة نشاطه حتى الحرب العالمية الثانية، ولم تشهد الفترة التي أعقبت الحرب خطوات هامة في هذا المجال حتى 1957؛ عندما إجتمع ممثلو عدة بورصات أوروبية في باريس، وبعد أربعة أعوام من التعاون غير الرسمي، إختار المشاركون إرساء إطار مؤسسي لعملهم، وأنشأوا "الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية" في لندن عام 1961، ومنذ هذا التاريخ؛ شهد الإتحاد الدولي لبورصات الأوراق المالية نمواً مستمراً؛ بحيث أصبح يضم في عضويته أكثر من 56 بورصة منظمة من مختلف أنحاء العالم. وتمثل البورصات الأعضاء أكثر من نسبة 97 % من رزمة أسواق الأسهم العالمية، ومعظم عملياتها الآجلة وخياراتها وصناديق إستثمارها المكتتة وسنداتها. للإطلاع أنظر: محمد قمر الإسلام ترجمة جلال شوشان و بدر الدين دبسي: "تحالفات أسواق الأوراق المالية و السبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات"، شوهد يوم 2016/06/02 من الموقع الإلكتروني:

http://www.arriyadh.com/Economic/LeftBar/Researches/1.doc_cvt.asp

** حيث ينطبق وصف "البورصة المراسلة" على الأسواق الرئيسية غير المؤهلة بعد للحصول على صفة العضو المنتسب؛ أو التي تنتمي إلى بلدان لم تدخل بعد في مرحلة المفاوضات الرسمية للإنضمام إلى عضوية الإتحاد الأوروبي، وبالتالي فهو عبارة عن إتحاد مرن لأسواق الأوراق المالية، للإطلاع أنظر: محمد قمر الإسلام ، المرجع السابق.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

تحرص على تقديم أرفع مستوى من الخدمات، كما يعتبر محفلاً للإتصال والتحليل والنقاش بين الأعضاء، يهدف إلى تسهيل تمثيل وتطوير البورصات المنظمة والمشتقة؛ وتلبية إحتياجات البورصات الناشئة بما يحقق مصلحة المتعاملين فيها. ومنذ تأسيسه؛ دأب الإتحاد بانتظام على عقد إجتماعات لجان وجمعيات عامة ومؤتمرات، إضافة إلى تنظيم ورشات عمل متخصصة؛ بما يُمكن أعضائه من نقل الدراية الفنية وتبادل الخبرات فيما بينهم؛ الأمر الذي يعتبر في غاية الأهمية من أجل تطوير هذه الصناعة، وخاصة في ظل المنافسة الشديدة؛ التي أصبحت تتميز بها الأسواق المالية. ويناقش الإتحاد كافة جوانب تجارة الأوراق المالية تقريبا؛ سواء كانت فنية أو تجارية أو قانونية أو إقتصادية. وقد طورت البورصات الأعضاء في الإتحاد سلسلة من الممارسات التجارية السليمة؛ لحماية المستثمر والتنبؤ الفعّال بالأسعار؛ بدءاً من مرحلة تلقي طلبات التعامل أو تسهيل الحصول على الإصدارات الجديدة للشركات؛ إلى التداول والتصريح والتسوية والحفظ. وتحفز التكنولوجيات الجديدة والمنافسة أعضاء الإتحاد؛ لزيادة فاعلية خدماتهم وخفض تكلفتها وجعلها موثوقة وسهلة الإستيعاب.

أما الأهداف الرئيسية للإتحاد فيمكن تلخيصها فيما يلي:¹

- عرض دور ووظائف ونزاهة البورصات المنظمة؛
- توفير محفل دائم لخبراء بورصات الأوراق المالية لمناقشة القضايا ذات الإهتمام المشترك، والتعرف على الإتجاهات والحلول الجديدة؛ بهدف تعزيز المركز التنافسي للبورصات المنظمة، وتطوير البرامج الداعمة لعمليات البورصة بما في ذلك إعداد الورقات البحثية، وتنظيم ورش العمل، وإجراء التقييم الإسنادي، وصياغة الممارسات السليمة؛
- وضع معايير متناسقة للتعاملات التجارية في الأوراق المالية؛ بما في ذلك التعاملات عبر الحدود؛
- تعميق علاقات التعاون مع الجهات الإشرافية؛ من أجل ترسيخ مزايا التنظيم الذاتي ضمن الإطار التنظيمي الشامل؛
- دعم بورصات الأوراق المالية الناشئة في مساعيها للتماشي مع معايير الإتحاد؛ بما يسهم في زيادة الثقة العالمية في إدارة تلك الصناعة وممارساتها التجارية.

ولتحقيق تلك الأهداف، يصدر الإتحاد رسالة إخبارية شهرية ونشرات إحصائية ومنشورات أخرى حول البورصات الأعضاء فيه. كما أنه يدير قواعد بيانات إحصائية وإعلامية؛ تتضمن معلومات شاملة حول البورصات الأعضاء. فالإتحاد هو بمثابة مرجع رئيسي فيما يخص صناعة الأوراق المالية، والسوق الأفضل بالنسبة للبورصات أنفسها. لأنه يقدم الخدمات الإرشادية للبورصات الأعضاء فيما يتعلق بإستراتيجياتها التجارية، وتحسين ممارساتها الإدارية والتوفيق بينها. كما أنه يتعاون مع السلطات العامة ويساعد على توسيع نطاق إستخدام الأسواق.

¹ - محمد قمر الإسلام، مرجع سبق ذكره، بتصرف.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

2. إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية (FEAS): تتمثل مهمة إتحاد أسواق الأوراق المالية الأورو-آسيوية* في خلق بيئة تتميز بالعدالة والكفاءة والشفافية وبأقل قدر ممكن، إن لم تخلو تماما، من الحواجز التجارية بين الأعضاء والأقاليم التي يعملون بها. لذلك فهو يسعى إلى تعزيز التعاون والتواصل بين أعضائه في عدة مجالات؛ مثل توحيد وتنسيق القوانين واللوائح وأنظمة التداول وإجراءات التسوية ومعايير الإكتتاب؛ إلى جانب تبني المبادئ المحاسبية المعترف بها دوليا. وتتلخص أهداف الإتحاد فيما يلي:

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

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

3. إتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية: تأسس "إتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية" في جانفي 2000 بمدينة شيتاغونغ من قبل بورصات الأوراق المالية في كل من سريلانكا، وباكستان، ونيبال، والهند، وبتان، وبنغلاديش، وهو مفتوح لعضوية كافة البورصات من بلدان جنوبي آسيا. ويهدف الإتحاد إلى:

- تشجيع التعاون بين الأعضاء من أجل النهوض بأسواقهم؛
- العمل على توحيد المعايير والإجراءات السليمة في الأسواق الأعضاء ورفع كفاءة المراقبة للتعاملات الدولية في الأوراق المالية؛
- تشجيع التسجيل والتداول عبر الحدود في المنطقة؛
- التعاون في مجال تنمية الموارد البشرية ونقل التكنولوجيا؛
- تقديم فرص الإستثمار للجميع؛
- تهيئة أرضية سليمة لحشد رؤوس الأموال لأصحاب المشاريع؛

* "تأسس إتحاد أسواق الأوراق المالية الأورو-آسيوية، ومقره إسطنبول، في عام 1995 بمبادرة من سوق إسطنبول للأوراق المالية". ويتألف من إثني عشر عضوا مؤسسا للإتحاد من بورصات ناشئة في أوروبا وآسيا تتفاوت بلدانها من حيث مستويات التنمية الاقتصادية، و هو يضم حوالي 31 عضوا، وعضوية الإتحاد مفتوحة لباقي البورصات من أوروبا وآسيا ولكنها مرهونة بموافقة جمعياته العامة. يمثل أكثر من تسعة آلاف شركة، وتفوق رسملة أسواقه 130 مليار دولار حيث يبلغ متوسط قيمة التعاملات اليومية أكثر من 500 مليون دولار"، للإطلاع أكثر أنظر: التطورات الاقتصادية العامة من الموقع الإلكتروني: www.byegm.gov.tr/YAYINLARIMIZ/kitaplar/turkiye2003/content/arabia/254-255.htm لوحظ يوم: 2017/03/29.

¹ - محمد قمر الإسلام، مرجع سبق ذكره، بتصرف.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

➤ إقامة سوق يتميز بالشفافية ويضمن مصالح المستثمرين؛

➤ إقامة نظام تداول آلي بما يضمن سرعة التعاملات وسلامتها.

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

4. جمعية أسواق الأوراق المالية الأفريقية: تأسست جمعية أسواق الأوراق المالية الأفريقية بكنيا في عام 1993. وتمثل أهداف الجمعية فيما يلي:¹

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

5. لجنة أسواق الأوراق المالية التابعة لجماعة تنمية الجنوب الأفريقي: تأسست اللجنة في جانفي 1997. وعضوية اللجنة مفتوحة لكافة البلدان الأعضاء في الجماعة؛ التي لديها بورصات منظمة وهي: بوتسوانا،

¹ - محمد قمر الإسلام، المرجع السابق.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

ملاوي، موريشيوس، موزمبيق، ناميبيا، سوازيلاند، جنوب أفريقيا، تنزانيا، زامبيا وزيمبابوي، وتمثل الأهداف الرئيسية للجنة فيما يلي: ¹

- الحفاظ على نزاهة السوق بما يحقق العدالة بين المتعاملين، ويضمن الكفاءة والشفافية، ويوفر آلية مناسبة للتنبؤ الفعّال بالأسعار؛
- زيادة سيولة التعامل في الأسهم والسندات والمشتقات المالية، وسائر الأدوات المالية الأخرى؛
- تطبيق اللوائح والقوانين وحماية المتعاملين والمستثمرين؛
- تعزيز مركز أسواق الجماعة، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين المحليين والدوليين؛
- حشد رؤوس الأموال من أجل التنمية الإقتصادية الإقليمية؛
- تحسين القدرات التشغيلية للأسواق الأعضاء في الجماعة؛
- دعم الجهود الرامية لتحقيق التكامل بين الأسواق الإقليمية بقيادة القطاع الخاص،
- إرساء علاقات تعاون بين الأسواق الأعضاء والجهات التنظيمية،
- توفير أرضية للتشاور بين صانعي السياسات ومسؤولي الأسواق في المنطقة؛ قبل الإقدام على إتخاذ أية خطوات مستقبلية في هذا المجال، لذلك، فإن اللجنة تنادي بتطبيق السياسات والإستراتيجيات المبنية على مفهومي مواءمة وترشيد العمليات متى أمكن ذلك؛ من خلال تبادل المعلومات والخبرات.

6. إتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية: تأسس إتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية بمدينة "ريو دي جينيرو" البرازيلية في 27 سبتمبر 1973. وتضم البلدان الأعضاء التي لديها بورصات منظمة كلا من الأرجنتين، والبرازيل، وشيلي، وكولومبيا، وكوستاريكا، وإكوادور، والسلفادور، وإسبانيا، والمكسيك، وبيرو، والبرتغال، والأوروغواي. وتمثل الأهداف الرئيسية للإتحاد فيما يلي: ²

- تعزيز التعاون بين البورصات الأعضاء ومساعدتها على التقدم والتطور بما يخدم مصالح كافة المتعاملين.
- التعاون مع الجهات الوطنية والدولية المعنية بالأمور القانونية والتنظيمية وباقي المسائل المتعلقة بالأسواق المالية.

ثالثا: تجارب بورصات الأوراق المالية في مجال التعاون

رغم أن التطورات الإقتصادية المتلاحقة وخاصة فيما يتعلق بعولمة الإستثمار والتكنولوجيا؛ قد محت إلى حد ما الهياكل المحلية الخاصة بالبورصات، وأرست نُظماً متجانسة للتداول، إلا أنه يبقى هناك إختلاف واسع بين ترتيبات

¹ - محمد قمر الإسلام، المرجع السابق.

² - المرجع السابق ص 39.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

وتجارب تعاون بورصات الأوراق المالية بين مختلف أنحاء العالم، بغض النظر عما إذا كانت هذه البورصات متقدمة أو ناشئة، ومن أهم التجارب الدولية في هذا المجال:

1. التجارب القائمة على أساس تنسيق الأنظمة وتوحيد المعاملات: "أعلنت كل من بورصة باريس وبروكسل

وأمستردام رسمياً في 20 مارس 2000؛ عن مشروع إندماج لإنشاء ما يعرف بـ EURONEXT NV لمواجهة عملة الأسواق"¹، هذا المشروع الذي مرّ بالعديد من المراحل حتى أصبح يعرف بـ "إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية" EURONEXT، مركزه بروكسل، وهو يضم أسواق الأوراق المالية وأسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا؛ بموجب قرار الخدمات الإستثمارية الصادر عن الإتحاد الأوروبي، وهو يمثل الجسر الذي يربط بين المتعاملين في الأسواق الأوروبية المنظمة والمقننة من جهة، والسلطات على مستوى الإتحاد الأوروبي من جهة أخرى. وعضوية الإتحاد مفتوحة لكافة المؤسسات المنظمة والمقننة من بلدان الإتحاد الأوروبي والنرويج وأيسلندا وسويسرا؛ إلى جانب البلدان التي تسعى للإنضمام إلى عضوية الإتحاد الأوروبي. وبالتالي، فإن الإتحاد مفتوح للمؤسسات الجديدة الخاضعة لأحكام الإتحاد الأوروبي فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية"². ويمثل الإتحاد 27 بورصة من مختلف أنحاء أوروبا؛ بالإضافة إلى ست بورصات متنسبة وأربع بورصات مراسلة، والجدير بالذكر أن الإتحاد يضم كذلك أسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة؛ ولا يقتصر على أسواق الأوراق المالية فحسب. كما يعمل الإتحاد على تحقيق جملة من الأهداف أبرزها:

- تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأوروبية كأسواق منظمة للأوراق المالية؛
- الإسهام في الإرتقاء ببورصات الأوراق المالية الأوروبية تحقيقاً لأهداف معاهدة روما وذلك من خلال التعاون في مجالات التعامل والمقاصة والتسوية والإيداع إلى جانب الأمور التنظيمية الأخرى؛
- وقيم الإتحاد علاقات تعاون مع منظمات دولية أخرى، وخصوصاً منها مؤسسات الإتحاد الأوروبي، ويمثل مصالح أعضائه في الأمور المتعلقة بصناعة الأسهم الأوروبية. وهو بذلك يعزز عملية التكامل التدريجي بين أسواق المال الأوروبية. حيث يمثل الإتحاد محفلاً تقوم من خلاله البورصات الأعضاء بمناقشة إحتياجات المتعاملين وسبل تلبيتها، ولا تنص اللائحة الداخلية للإتحاد على إجراء المناقشات فحسب، وإنما كذلك على ضرورة العمل المشترك من أجل إقامة البنى الأساسية اللازمة لخلق أسواق أوروبية فعالة؛ والغرض الأساسي من تلك المناقشات والنشاطات هو الإسهام في إيجاد حلول مشتركة لمختلف المشاكل التي تعترض الدول الأعضاء.

¹ - Juliette PILVERDIER **Le Marché boursier** Référence précitée P 16.

² - **Présentation** http://www.bourse.be/editorial/wide/0,5371,1679_997839,00.html, siteweb consulté le : 03/05/2007.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

ومن المهام المستمرة للإتحاد تمثيل بورصاته الأعضاء لدى مؤسسات الإتحاد الأوروبي، وخصوصا منها اللجنة الأوروبية؛ إضافة إلى أنه يدعم مشاريع ترمي إلى زيادة كفاءة بورصات الأوراق المالية في أوروبا، ومن بين تلك المشاريع ما يلي¹:

➤ تنفيذ قرار الخدمات الإستثمارية الصادر عن الإتحاد الأوروبي: ينص القرار، الذي يتم بموجبه منح "جواز السفر الأوروبي" لشركات الإستثمار المعتمدة، على إجراء تغييرات كبيرة في قوانين الأوراق المالية على المستوى الوطني. وبعد تنفيذه، تصبح البورصات جزءا هاما من الآلية التنظيمية. وتدرس البورصات - من خلال الإتحاد - سبل الإسهام في التنفيذ الفعال والمتناسق لهذا القرار؛

➤ الربط بين أسواق الأوراق المالية: إتفقت البورصات الأعضاء على ضرورة المضي قدما في عملية التكامل بينها؛ من خلال تأسيس الروابط الثنائية والإقليمية، وتسهيل وتعزيز التعامل عبر الحدود. ويمثل الإتحاد المحفل الذي تتم فيه مناقشة إستراتيجيات ومناهج ذلك التكامل والإتفاق عليها؛

➤ مساعدة البورصات الناشئة: تحتاج المؤسسات المالية حديثة التأسيس في شرق ووسط أوروبا إلى الكثير من المساعدات العاجلة سواء في المجال الفني أو القانوني أو المهني. ويلعب الإتحاد دورا حيويا في تنسيق تقديم تلك المساعدات؛

➤ الدراسات الإقتصادية: يصدر الإتحاد شهريا تقريرا إحصائيا حول نشاط البورصات الأعضاء، وهو بمثابة نقطة انطلاق لمن يريد متابعة الإتجاهات الأوروبية. وقد لعب الإتحاد دورا رياديا في إقامة معهد أسواق رأس المال الأوروبية؛ الذي يجري دراسات مفصلة حول كفاءة تلك الأسواق.

ومن هذا المنطلق؛ شهدت البورصات الأوروبية عملية تحول؛ تم بموجبها إزالة الحواجز الإدارية التي كانت تعيق حركة معظمها وتخدم أهدافا محلية أساسا، كما أصبحت عضوية الإتحاد متاحة للمؤسسات الوسيطة ذات الملكية الأجنبية، وأصبحت هناك الكثير من الأوراق المالية متعددة التسجيل. وأصبحت البورصات الأوروبية تعمل طوال اليوم؛ بعد أن كان التعامل يقتصر على جلسات قصيرة وموحدة. زيادة على أنها تتميز بدرجة أعلى من الشفافية عن ذي قبل؛ بفضل ما يتوفر لها من إمكانيات فنية متقدمة، بما يجعلها إحدى أكثر الجهات إبتكارا في مجال إستخدام تكنولوجيا المعلومات. ومن ناحية أخرى، حملت الزيادة الكبيرة التي شهدتها عمليتا المتاجرة والإستثمار عبر الحدود مخاطر إضافية على الأسواق؛ مما دفع بالبورصات إلى تحسين إجراءات التعامل مع الطلبات الواردة وتنفيذ التعاملات التجارية؛ من خلال تقصير فترات التسوية، وإحكام تدابير السلامة. وإدراكا منها للدور الرئيسي المناط بها - والمتمثل في تأمين رؤوس الأموال اللازمة للصناعة - أعارت الكثير من البورصات إهتماما خاصا لإحتياجات المشروعات الناشئة؛ من خلال إقامة أسواق خاصة؛ تفي بإحتياجات الشركات الصغيرة.

¹ - بن شاعة نادية، شروط تكييف بورصات الأوراق المالية العربية مع المحيط الإقتصادي الدولي الجديد، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا العدد 17، 2017 ص 29.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

2. التجارب القائمة على أساس تيسير الإستثمار الأجنبي والإدراج المشترك للشركات¹ :

* تعتبر بورصة لندن البورصة الأكثر طابعا دوليا، حيث أن الشركات المدرجة بها أكثر من 60 بلد.

* بورصة كوالالمبور في ماليزيا وبورصة سنغافورة لتداول الأوراق المالية المحدودة كانتا تتبادلان الإدراج المشترك

للشركات المقامة في كل من هذين البلدين، ثم قامت معا بشطب هذه الشركات.

¹ - - بن شاعة نادية، مرجع سبق ذكره ص 30.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

المبحث الثاني: وضعية التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

نتج عن العولمة جملة من التغيرات أدت إلى إعادة رسم العلاقات بين الدول، والدول العربية ليست بمنأى عن هذه التغيرات، خاصة وأن العولمة بالنسبة لها سلاح ذو حدين، من جهة هي فرصة لمزيد من النمو، ومن جهة أخرى هي تطرح أمامها مخاطر تتمثل في المزيد من التهميش، لذا نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أحد الإجراءات التي يمكن أن تتخذها الدول العربية في سبيل مسيرتها للمستجدات العالمية، ألا وهو التعاون بين بورصات الأوراق المالية.

المطلب الأول: متطلبات التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

عرفت الدول العربية إهتماما متزايدا في مجال إنشاء و تطوير بورصات الأوراق المالية و إمكانية التعاون بينها، وجاء هذا الإهتمام إنطلاقا من إيمان راسخ لدى هذه الدول بأن بورصات الأوراق المالية يمكن أن تساعد على زيادة النمو الإقتصادي، والتقليل من الإعتماد على التمويل الخارجي، وفي الوقت نفسه؛ فإن التعاون بين هذه البورصات وإنتفتاحها على بعضها البعض، له بالغ الأثر على تيسير حركة إنتقال رؤوس الأموال العربية، وإستثمارها داخل المنطقة العربية، وحتى يتجسد هذا التعاون على أرض الواقع يجب توفر جملة من المتطلبات نوردها فيما يلي، بعد تحديد مجموعة من الأسباب التي من أجلها يجب الوصول إلى مرحلة من التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.

أولا: دوافع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

تعددت الأسباب التي دفعت الدول العربية للتفكير في عملية التعاون فيما بينها، سواء على المستوى المحلي، الإقليمي أو العالمي ومن ذلك:

1. تعتبر ثقة المستثمرين المطلب الأساسي للشركات سواء كانت شركات محلية صغيرة أو متعددة الجنسيات، لأن هذه الثقة هي التي يعتمد عليها المستثمرون كمييار للإختيار بين الإستثمار في بورصة متقدمة أو بورصة عربية ناشئة للأوراق المالية، فيحاطر الفرد بشراء الأسهم؛ عندما يتوقع أن تكون الأرباح عليها أعلى من الفوائد على السندات أو الحسابات في البنوك، وهناك بعض المستثمرين يدرسون بأنفسهم الأوضاع لمعرفة المخاطر المرتبطة بالإشتراك في بورصات الأسهم، وعليه فإن الشركات التي تطبق المعايير المحاسبية الدولية السليمة، وتفصح عن جميع المعلومات المالية اللازمة إفصاحا كاملا؛ تكون لها قدرة أكبر على إجتذاب الإستثمارات؛
2. تمكين الشركات العربية من المنافسة بصورة فعالة، وكسب ثقة المستثمرين؛ من خلال توفير المعلومات الموثوق بها عن قيمة الشركات المدرجة، وقدرتها على تحقيق الأرباح؛ بإجبار الشركات المدرجة أو الطالبة للإدراج فيها أن توفر المعلومات عالية النوعية والشاملة، المناسبة واللازمة للمستثمرين، بتوفير إمكانية وصول كاملة وعادلة للتقارير المالية، وغير ذلك من البيانات والتحليلات ذات الصلة، وبصيغة أخرى يهدف التعاون إلى تحقيق

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

وإستمرار الشفافية المالية للشركات، لأن منافسة الشركات المدرجة في بورصات المنطقة لإجتذاب المستثمرين، يجبرهم على توفير الإفصاح الكامل عن المعلومات الدقيقة، هذه المعلومات التي إذا لم تتوفر فإن أموال المستثمرين تتجه إلى أماكن أخرى؛

3. تعتمد الشركات العربية الصغيرة والمتوسطة على البنوك كمصدر رئيسي للتمويل، فمن زاوية التكلفة وعلى إعتبار أن تكلفة الحصول على الأموال تؤثر على القدرة التنافسية للشركات، فإن خيار التمويل بالقروض عالي التكلفة، ويمكن أن يُعوض بالتمويل بالأسهم كبديل أقل تكلفة، ومن زاوية أخرى فإن البلدان العربية تتبع مبادئ الشريعة الإسلامية التي تحرم التعامل بالفائدة، وتشجع مبادئ المشاركة في الربح والخسارة، ومن هذا المنطلق يهدف التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية إلى توفير لشركات القطاع الخاص في الدول العربية مصادر تمويل أكثر فعالية؛ من حيث تكلفة رأس المال المتاح لتنمية الأعمال التجارية، ومن حيث تقييدها بالروح الإسلامية؛

4. تحسين صورة الشركات أمام الرأي العام، لأن الإدراج يستدعي ضرورة أن تستوفي الشركات لمتطلبات الإدراج والإفصاح، مما يعزز ثقة المستثمرين والمستهلكين فيها، وتصبح أكثر إجتذاباً للموظفين والمدبرين الرفيعة المستوى، أي أن إدراج الشركات للتداول العام هو شكل من أشكال الإعلان المجاني للشركات؛

5. تتميز بورصات الأوراق المالية العربية بإنخفاض أحجام التداول، ونقص سيولة الأسهم، وإنتشار ظاهرة الحياة الطويلة للأوراق المالية، وشيوع المستثمرين الفرديين، الأمر الذي يمكن إسناده إلى الإفتقار إلى الثقافة البورصية، والتعامل بالأسهم، وعليه فإن التعاون بين البورصات العربية يهدف إلى معالجة هذه الظاهرة من خلال وضع بورصات المنطقة في حالة منافسة، من أجل زيادة المنتجات الإستثمارية، وتنويعها لإجتذاب رؤوس الأموال.

6. من سمات بورصات الأوراق المالية العربية الحياة الطويلة للأوراق المالية، هذه الظاهرة لا تنتج عن نقص شفافية الشركات؛ وعدم الإفصاح عن المعلومات المالية على الوجه الكافي فحسب؛ ولكن تنتج أيضاً عن الضعف التنظيمي والقيود المفروضة على الإستثمار الأجنبي، لذلك من بين ما يسعى إليه التعاون بين بورصات الأوراق المالية فتح هذه البورصات أمام المستثمرين العرب، ولما لا رأس المال العالمي، بتوفير الضمانات للإستثمار وتحسين الشفافية وتطبيق المعايير الدولية للإفصاح المالي، وذلك من خلال قيام القطاع العام بمجموعة من الإصلاحات المالية¹؛

¹ - أنظر:

- اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا إستجابة للعملة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا ، مرجع سبق ذكره، ص 38، 47.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

7. الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها الدول العربية، فعرفت 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،

8. حيث إستهدفت حركة الإصلاح داخل البورصات العربية تطوير القواعد والنظم والتشريعات والمؤسسات المتعاملة في البورصة ساعية من خلال هذه الإصلاحات إلى¹:

أ. إيجاد بيئة إقتصادية 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 تعمل هذه الإصلاحات التطورات التكنولوجية الجارية في البورصات العالمية فعمدت إلى تحفيز 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 وبعدها هذا أهم فصول الإصلاح داخل البورصات العربية، إضافة إلى تحديث القوانين واللوائح المنظمة لعمل الوساطة المالية ومتطلبات الإدراج، وقد هيا ذلك الوضع، أمام التنسيق والتعاون العربي خاصة في ظل التوجه نحو المزيد من الإندماجات بين البورصات العالمية².

9. هروب الأموال العربية نحو الخارج، إن قصور بورصات الأوراق المالية العربية عن القيام بدورها في تعبئة رؤوس الأموال خلق فراغا دفع بخروج وهروب الأموال العربية إلى الخارج نحو إستمرار البورصات الآسيوية والأوروبية والأمريكية، ولتجاوز هذا القصور لا بد للبورصات العربية من تكثيف التعاون فيما بينها تمهيدا لعملية الربط والتكامل.

10. التشابه النسبي في الهياكل المنظمة للبورصات العربية، إذ نتج عن الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية للأوراق المالية تشابه بين الأجهزة المؤسساتية من بورصات ووسطاء، وشركات مقاصة وتسوية³.

11. تستهدف إتفاقيات إنشاء منطقة التجارة الحرة العربية إزالة الحواجز التعريفية وغير التعريفية أمام التجارة؛ فيما بين بلدان المنطقة في المنتجات الصناعية، ولا يشمل إتفاق إنشاء المنطقة الخدمات المالية أو أسواق المال، وعليه لا يحتمل أن تؤثر التغيرات على الأسواق المالية أو التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية بصورة

¹ - بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة أستاذ في العلوم الاقتصادية تخصص إقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013، ص 132.

² - عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، نشر وتوزيع مجموعة النيل العربية، مصر، 2003 ص 215.

³ - المرجع السابق ص 216.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

مباشرة، إلا أنه يمكن للتعاون بين البورصات من أن يوفر التمويل اللازم لزيادة النشاط الإقتصادي في البلدان العربية نتيجة تحرير التجارة الإقليمية.

12. تعتبر السوق المشتركة حلقة هامة في مسيرة الوحدة الإقتصادية، هذه الحلقة "التي لا تتطلب إلغاء القيود التجارية لإنتقال السلع فحسب، بل والقيود المفروضة على حركة عوامل الإنتاج، إن حرية إنتقال السلع وعوامل الإنتاج بين الأطراف المتعاقدة في سوق مشتركة؛ سوف تسهم في التوزيع الأكفأ والأمثل للموارد التوازن بين قيمة عوامل الإنتاج". أي إضافة إلى حرية إنتقال السلع و العمالة، فإن السوق المشتركة تسمح بحصول جميع المشروعات في الدول المتعاقدة على الإئتمان بشروط متساوية، وأن ينتقل رأس المال لأغراض التمويل والإستثمار إلى الأقاليم التي يكون فيها العائد أعلى من غيرها، أي أنه لا وجود للسوق المشتركة بوجود تكامل بين أسواق السلع والعمالة و غيابها بين أسواق رؤوس الأموال.

ومن هذا المنطلق، يعتبر أحد أسباب التعاون بين بورصات الأوراق المالية هو تعزيز التكامل المالي بين الدول العربية، التكامل المالي الذي يعد عملاً تكميليًا مهماً لتكامل أسواق السلع والعمالة "و بما أن السوق المالية الإقليمية ماهي إلا جزء من البناء الفوقي للإقتصاد؛ توفر عادة السيولة اللازمة للتبادل التجاري، والعلاقات الإقتصادية بين الأقطار العربية، وما يمكن أن نطلق عليه إسم البناء التحتي، الذي يحدد بدوره شكل ودرجة نمو البناء الفوقي، فإن مستوى تطور التجارة بين الدول العربية، ومدى التنسيق بين خططها للإئتماء الإقتصادي؛ يحددان إلى درجة كبيرة مدى نجاح الجهود الهادفة إلى تعزيز التكامل بين الأسواق المالية العربية".

13. تخفيف الآثار السلبية و الإستفادة أكبر من الإتفاقيات العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة.

ثانيا: البنى التحتية اللازمة للتعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

يعتبر الإطار التشريعي، نظام التداول و الإيداع المركزي للأوراق المالية و قواعد التسوية و المقاصة العناصر الهيكلية الأساسية لسوق الأوراق المالية، وهي العناصر التي من شأنها تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.

1. نظام التداول

يتألف نظام التداول من القواعد و الإجراءات المنظمة لجميع العمليات المرتبطة بتداول الأوراق المالية، بما في ذلك تلك المرتبطة بالعرض و الطلب و إقرار الصفقات و قضايا الأسعار، إن إدخال التكنولوجيات الحديثة في هذا المجال كنشر المعلومات من خلال الأنترنت يسر عمليات التداول، كما مكن بورصات الأوراق المالية العربية من تلبية حاجات المستثمرين، و توفير مستوى عال من الشفافية و الفعالية.

* يتكون الإطار التشريعي لبورصات الأوراق المالية من القوانين و القرارات المتعلقة بالشركات والأوامر التنفيذية التي تنظم إصدار و تداول الأوراق المالية.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

2. نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية

يعمل هذا النظام كبنك للأوراق المالية، حيث تخزن فيه جميع الدفاتر و السجلات و تحويلات ملكية الأوراق المالية، مما يعمل على الحد من الأخطاء و غيرها من الصعوبات التي تنتج عن فقدان الوثائق أو سرقتها أو تزويرها " و يعتبر الإيداع المركزي للأوراق المالية تمديدا لقواعد المقاصة والتسوية و يمكن أن يؤثر على سرعة تداول الأسهم"¹، وفي سبيل تطوير و تعزيز بورصات الأوراق المالية إهتمت الدول العربية بهذه النقطة،

3. المقاصة و التسوية

هناك إختلاف بين الدول العربية حول من يقوم بوظيفة المقاصة و التسوية، إما السوق أو شركة مستقلة عن السوق فنجد أن:

- في المغرب تقوم الشركة المسيرة بتنظيم المقاصة وتسليم السندات ووسائل الأداء، وتعقد جلسات التسليم مرة في الأسبوع على الأقل. ويجب أن تقوم شركات البورصة بالتسليم الفعلي للسندات إلى الأمرين بالسحب بعد إبرام المعاملة بواحد وعشرين يوما على أبعد تقدير²

- في تونس "تشكل شركة مهنية للإيداع والمقاصة والتسوية من وسطاء البورصة في شكل شركة خفية الإسم يمكن فتح رأس مالها لغيرهم من المؤسسات التي يصادق وزير المالية على مساهمتها. و يمكن لشركة الإيداع والمقاصة والتسوية تلقي إيداعات الأوراق المالية بمقتضى عقود. وينجر عن إيداع الأوراق المالية مسك حسابات لفائدة الشركة المصدرة ولصاحب الأوراق المالية ولوسطاء البورصة كل في ما يخصه لدى شركة الإيداع والمقاصة والتسوية، تنص على عدد الأوراق المالية المودعة لديها وعدد الأوراق المالية المحمولة عينيا من طرف أصحابها. وتتولى توثيق الرهون والاعتراضات أو أية تحملات أخرى على الأوراق المالية المودعة لديها والحقوق المرتبطة بها."³

- في الجزائر تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بتنظيم عمليات المقاصة.

- في الإمارات تقوم هيئة الأوراق المالية و السلع بعمليات المقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية.

- في حين قررت كل من الكويت و لبنان و مصر إنشاء شركات خاصة مستقلة عن السوق لأداء وظائف الإيداع و التسوية و المقاصة، فأنشأت الكويت أول شركة للمقاصة و التسوية في عام 1982، تلتها لبنان

¹ - المرجع السابق ص 28.

² - المادة 33 من القانون المتعلق ببورصة القيم الصادر بتاريخ 1993/09/21.

³ - المادة 77، 78 من القانون المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية الصادر بتاريخ 1994/11/14.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

في عام 1994 و مصر في عام 1996. "و تستند أنشطة الشركات الثلاث إلى توصيات "مجموعة الثلاثين" التي وضعت المعايير الدولية لنظم المقاصة و التسوية"¹.

4. نشر المعلومات

أحد العناصر التي تدعم عملية التداول، هي نشر المعلومات، و التي يجب أن تكون مناسبة من حيث زمن نشرها و نوعها، فيما يتعلق بالزمن تعمل السلطات على وضع إجراءات معينة لنشر المعلومات في الأوقات المناسبة للمشاركين في السوق و الجمهور، و أما ما يتعلق بالنوع فهناك نوعان من المعلومات اللازمة، يشمل النوع الأول بيانات واقعية منها حجم التداول في السوق، أسعار الأوراق المالية و العقود الجديدة و البيانات المالية للشركات، أما النوع الثاني فهي المعلومات المستمدة من البيانات كمؤشرات السوق و تحليل السوق و المعلومات الأساسية عن فعالية السوق و الشركات المتعاملة فيه و المعلومات الإقتصادية المحلية و الدولية.

و فيما يلي نعرض تطور العناصر الأساسية المشكلة للبنية التحتية لبورصات الاوراق المالية خلال فترة الدراسة:

جدول (3-1): التطورات التشريعية والتنظيمية لبورصات الأوراق المالية العربية عام 2010

الدولة	الإجراءات المتخذة
السعودية	أدخلت في حيز التنفيذ الإلزامي بعض التعديلات المعتمدة على لائحة حوكمة الشركات، وذلك فيما يخص العضو المستقل ولجنة المكافآت.
الأردن	أصبح يتعين على الشركات المساهمة تضمين فصل خاص في تقاريرها السنوية حول تطبيق الحوكمة
عمان	واصل مركز عمان للحوكمة نشاطه التدريبي لتأهيل أعضاء الإدارات العليا،
الإمارات	باشرت هيئة الأوراق المالية و السلع إرسال بعثات ميدانية للتحقق من الإلتزام بمعايير الحوكمة المعتمدة، كما جرى فتح باب الترخيص للتداول بالهامش.
مصر	أدخلت تعديلات على لوائحها بهدف تعزيز جوانب الحماية .
البحرين	حرصت البورصة على إدخال المزيد من التيسير في نشاط التداول، من خلال تعليمات ميسرة بشأن تداولات الأشخاص الرئيسيين دون الإخلال بمتطلبات الإلتزام بالمعايير الرقابية.
قطر و المغرب	تعديل الحدود السعرية

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2011 ص 145.

¹ - اللجنة الإقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا إستجابة للعولمة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا مرجع سبق ذكره ص 28.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

من تحليل الجدول السابق نجد أنه خلال عامي 2009، و2010 واصلت الهيئات والسلطات الإشرافية العربية جهودها على صعيد تعزيز القدرات الرقابية وأدائها وتوفير الحماية للمتعاملين خاصة ما تعلق بتطبيق مبادئ الحوكمة السليمة والإلتزام بها.

جدول (3-2): التطورات التشريعية والتنظيمية لبورصات الأوراق المالية العربية عام 2011

الدولة	الإجراءات المتخذة
السعودية	تم إصدار لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية التي تنظم إجراءات الترافع والتقاضي في منازعات الأوراق المالية، كما تم تعديل قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب في معاملات الأوراق المالية، كذلك أعلنت الهيئة على إلزامية تطبيق الفقرة ب من المادة العاشرة من لائحة حوكمة الشركات المدرجة والمتعلقة بضوابط الرقابة الداخلية والإشراف عليها، بحيث أصبحت إلزامية ابتداء من 2012.01.01 فيتعين على جميع الشركات تزويد الهيئة بسياسات مكتوبة حول هذه الضوابط. في مجال التوعية تم إطلاق منظومة خدمات تداولي الإلكترونية للإستعلام عن ملكية الأوراق المالية وتوزيع الأرباح والتصويت الإلكتروني.
الأردن	أصدرت هيئة الأوراق المالية تقييماً لشركات الوساطة المالية تلزم فيه هذه الشركات بتزويد الهيئة بالملاءات المالية بشكل إلكتروني بدلاً من الشكل الورقي، كما قامت بورصة عمان بتعديل مواد تعليمات إدراج الأوراق المالية ومنها إيقاف الشركات الراغبة بتخفيض رأس مالها عن التداول ابتداء من تاريخ إبلاغ البورصة بقرار الموافقة على التخفيض، إضافة إلى إلغاء إدراج أسهم الشركات قيد التصفية الإجبارية أو الإحتياطية، وفي هذا العام تم أيضاً إقرار تعليمات بخصوص مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.
عمان	تم - تعديل عمولة التداول التي يتقاضاها الوسيط من العميل، - منح مجموعة من الحوافز للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية التي تبادر إلى الإندماج قبل نهاية 2011. - اعتماد العمل بحسابات التمويل المضمون وفق ضوابط معينة - الترخيص للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية الراغبة في مواصلة نشاط التمويل المضمون. - قامت الهيئة العامة لسوق المال بإصدار ضوابط منظمة لعمليات التفويض الخاصة بحضور الجمعيات العامة لشركات المساهمة العامة و التصويت على قراراتها.
الإمارات	- تطبيق آلية التسوية القائمة على الدفع مقابل التسليم، بما يحد من مخاطر التسوية، - إدخال تعديلات على نظام التداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية، - أصبح توزيع الأرباح عبر الحسابات المصرفية إختيارياً وليس إلزامياً، - البدء بتطبيق الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية للشركات المدرجة بإستخدام البرمجة للتقارير المالية.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

<p>- في سبيل تطوير التشريعات، نشرت الهيئة مسودات لعدد من الأنظمة واللوائح الجديدة شملت نظام صانع السوق، تعليمات إقراض الأوراق المالية وإقتراضها، تعليمات بيع الأوراق المالية على المكشوف، و تعليمات بشأن توفير السيولة المرتبطة بوظيفة صناع السوق.</p>	
<p>- توقف لعدة أسابيع بسبب التطورات السياسية، - تمت معاودة العمل في البورصة ضمن ضوابط مثل تقليل ساعات التداول إلى ثلاث ساعات، وإلغاء الجلسة الإستكشافية، تخفيض الحدود السعرية للأسهم المقيدة في بورصة النيل إلى 5% يوميا، واستحداث حد سعري جديد على مؤشر أي جي أكس، كما تم إيقاف العمل بآليات البيع و الشراء خلال ذات الجلسة ووقف العمل بآليات الشراء بالهامش وحظر الشراء مقابل المديونية، - تم معاودة ساعات التداول في البورصة إلى معدلها الطبيعي إعتبارا من 3 أبريل 2011. - تم إقرار الضوابط الخاصة بإصدار السندات على دفعات لتمويل الإحتياجات قصيرة الأجل، - الموافقة المبدئية على مشروع تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992، - صدر قرار بشأن قواعد قيد الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصغيرة و المتوسطة، - تعديل بعض الأحكام بشأن نشاط تداول الأسهم في ذات الجلسة، - سن أحكام منظمة لقيد فروع التسويق والتسجيل لشركات السمسرة في الأوراق المالية بسجل الهيئة، - صدرت بعض التعديلات في قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية.</p>	<p>مصر</p>
<p>- البدء بتطوير هوية مؤسسية جديدة لبورصة البحرينتتبعكس تحولها لشركة مساهمة تعمل من منظور تجاري، - أعدت البورصة ورقة إستشارية خاصة بمجلد قواعد السوق، يتضمن هذا المجلد كافة التعليمات المتعلقة بالأعضاء وقواعد الترخيص والإعتماد والتداول والمقاصة وعمليات السوق.</p>	<p>البحرين</p>
<p>- أقدمت هيئة قطر للأسواق المالية على إعداد مسودة لمشروع نظام طرح وإدراج الأوراق المالية للشركات الصغيرة والمتوسطة، والإشراف عليها، - إصدار نظام طرح وإدراج الأوراق المالية في السوق الثانية، - التطبيق الكامل لنظام الدفع مقابل التسليم (DVP) في إطار جهود الإرتقاء إلى مرتبة البورصات الناشئة.</p>	<p>قطر</p>
<p>- قامت السلطات بتحديد الإجراءات التنفيذية لعمليات إعادة شراء الشركات المساهمة لأسهمها في البورصة، وذلك للمساعدة في تنظيم وتنشيط السوق.</p>	<p>المغرب</p>
<p>إصدار العديد من القرارات والتعاميم من أهمها: - جدول الرسوم الخاص بهيئة أسواق المال؛ - نظام الإدراج في بورصة الأوراق المالية؛ - نظام قيد مراقبي الحسابات في السجل الخاص لدى الهيئة؛ - إصدار قرار بشأن متطلبات الأشخاص المرخص لهم، وقرار بشأن إعتماد المعايير المحاسبية الدولية</p>	<p>الكويت</p>

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

لدى الهيئة، وتعليمات بخصوص زيادة أو تخفيض رأس المال للشركات المساهمة، أو إصدار الأوراق المالية.	
تونس	<ul style="list-style-type: none"> - توقف التداول لعدة أيام، ثم افتتحت البورصة في 7 مارس ضمن ضوابط معينة. - قامت هيئة سوق المال التونسية بإيقاف التداول بأسهم مجموعة من الشركات، إنعكاسا لتداعيات الأوضاع، كما أقدمت الهيئة على تعيين مراقبين من هيئة الخبراء المحاسبين لإدارة بعض من هذه الشركات.

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2012 ص ص 160، 161
أما عام 2011 فتميز بسعي السلطات في الدول العربية التي تعرضت إلى اضطرابات وأحداث سياسية إلى إتخاذ الإجراءات اللازمة لتأمين إستقرار أسواقها و حماية المستثمرين، فشملت هذه الإجراءات، إيقاف التداول لأيام ووضع ضوابط للتداول للحد من إنخفاض الأسعار، كما قامت بعض البورصات العربية بتطوير تشريعاتها وأنظمتها بما يؤهلها للإرتقاء إلى مرتبة البورصات الناشئة ودخول المؤشرات العالمية، وقد شمل ذلك تعديل بعض التشريعات وتطوير إجراءات و أنظمة التداول، المقاصة والتسوية، كما ضاعفت الدول العربية جهودها لزيادة التوعية بمفاهيم ومتطلبات الحوكمة السليمة.

جدول (3-3): التطورات التشريعية والتنظيمية لبورصات الأوراق المالية العربية عام 2012

الدولة	الإجراءات المتخذة
السعودية	<ul style="list-style-type: none"> - تعديل قواعد التسجيل والإدراج وقائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح الهيئة وقواعدها ولوائح الإندماج والإستحواذ. - تعديل التعليمات الخاصة بإعلانات الشركات المدرجة أسهمها في السوق المالية السعودية.
الإمارات	<ul style="list-style-type: none"> - قامت هيئة الأوراق المالية و السلع بإجراء تعديلات على نظامي الإفصاح و الشفافية وإدراج الأوراق المالية و السلع، وإشترط أخذ موافقة الهيئة قبل الدعوة لإنعقاد الجمعيات العمومية. - إدخال تعديلات على نظام التداول بالهامش. - إصدار الهيئة نظاما خاصا بصناديق الإستثمار. - أقر مجلس إدارة الهيئة نظام صانع السوق، إلى جانب أنظمة أخرى أهمها: نظام إقراض وإقتراض الأوراق المالية، ونظام بيع الأوراق المالية على المكشوف، ونظام توفير السيولة.
مصر	<ul style="list-style-type: none"> - قامت الهيئة العامة للرقابة المالية بإصدار قرار لتيسير إجراءات إعادة قيد الأوراق المالية المشطوبة من جداول البورصة. - تعديل قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية. - تعديل قواعد قيد الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصغيرة و المتوسطة.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

<p>- إقرار قواعد قيد و تداول حقوق الإكتتابات.</p> <p>- إطلاق أول نموذج معياري موحد للإفصاح لدى الشركات، كما تم إلزام جميع الشركات بضرورة وجود موقع إلكتروني، توفر الشركة من خلاله القوائم المالية والبيانات والأخبار الخاصة بها.</p> <p>- تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية الخاصة بقانون رأس المال.</p>	
<p>- إستكمال البنية الأساسية من الناحية الفنية والتنظيمية الخاصة بطرح وإدراج الأوراق المالية للشركات الصغيرة و المتوسطة.</p> <p>- قامت الهيئة بإصدار حزمة تنظيمية جديدة في مجال الخدمات المالية شملت عدة نشاطات هي: نشاط مزود السيولة، إقراض وإقتراض الأوراق المالية، معايير الدخول المكفول للسوق، وقواعد إدراج وحدات صناديق الإستثمار.</p> <p>- أطلقت بورصة قطر عددا من مؤشرات الأسهم لتضاف إلى جانب مؤشر بورصة قطر .</p>	قطر

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2013 ص ص 163، 160 الحوكمة كانت من أولويات السلطات الرقابية والتشريعية للدول العربية عام 2012 ومن ذلك تعديل تطبيق أنظمة الإفصاح والشفافية، وتعديل شروط إدراج وتداول الأوراق المالية.

جدول (3-4): التطورات التشريعية والتنظيمية لبورصات الأوراق المالية العربية عام 2013

الدولة	الإجراءات المتخذة
السعودية	<p>- وضعت السوق المالية السعودية خطة متكاملة للانتقال إلى نظام التداول الإلكتروني.</p> <p>- إصدار تعليمات جديدة لإدراج وتداول حقوق الأولوية.</p> <p>- دار تعليمات خاصة بالشركات المدرجة والتي تجاوزت خسائرها المتراكمة 50% أو أكثر وآلية إفصاحها عن معلوماتها المالية وغير المالية للمستثمرين.</p>
الأردن	<p>- أصدرت هيئة الأوراق المالية قواعد حوكمة جديدة، كما طورت نظام جديد للإفصاح الإلكتروني للشركات المساهمة العامة.</p> <p>- أصدرت الهيئة تعليمات تداول أعضاء مجالس الإدارة و هيئة مديري شركات الوساطة وذوي العلاقة بهم، بالإضافة إلى تعليمات خاصة بتداول الأوراق المالية من قبل موظفي الهيئة.</p> <p>- أصدرت الهيئة بالتعاون مع بورصة عمان تعليمات متعلقة بالتمويل على الهامش، تنظيم التعامل النقدي وفصل حسابات المستثمرين وشركات الوساطة.</p>
عمان	<p>- أصدرت الهيئة العامة لسوق المال وعدلت بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، وخاصة تلك المتعلقة بتنظيم عملية التداول من قبل موظفي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.</p> <p>- تنظيم تعاملات الأشخاص المطلعين على المعلومات الجوهرية غير المفصح عنها.</p> <p>- عدلت الهيئة أحكام لائحة تنظيم المقاصة و التسوية في السوق المالي.</p>
الإمارات	<p>- تم ترقية سوق الأوراق المالية القطري إلى سوق ناشئة.</p> <p>- تعديل نسبة التداول بالهامش.</p>

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

	<p>- أصدرت الهيئة نظام إدارة الإستثمار الذي يحدد شروط الترخيص، ومتطلبات التنظيم الداخلي لمدير الإستثمار.</p> <p>- تم إلزام الشركات المدرجة وشركات الوساطة بنظام الإفصاح الإلكتروني.</p>
مصر	<p>- عملت الهيئة على إلغاء بعض الضوابط و العمل على تفعيل بعض الإجراءات للمساعدة في تفعيل السوق أهمها:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● تعديل معايير الملاء المالية لشركات الوساطة. ● تعديل قواعد قيد الشركات بالبورصة لتحديد النسبة المسموح بها لإصدار شهادات إيداع أجنبية. ● تعديل قواعد قيد واستمرار قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية. ● تعديل عمليات قيد وتداول أسهم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. <p>- أصدرت الهيئة قرارا بتنظيم البيئة الإلكترونية الخاصة بشركات الوساطة المالية.</p>
البحرين	<p>- توقيع إتفاقية لإستبدال برنامج التداول الإلكتروني الحالي ببرنامج جديد (أكستريم).</p> <p>- زيادة مدة جلسة التداول في بورصة البحرين بمقدار نصف ساعة.</p> <p>- تعديل عمولات التداول في البورصة.</p>
قطر	<p>- تم ترقية سوق الأوراق المالية القطري إلى سوق ناشئة.</p> <p>- حصلت هيئة قطر على عضوية المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.</p>
المغرب	<p>- إرتفع تصنيف بورصة الدار البيضاء ضمن الأسواق الناشئة الثانوية.</p> <p>- تعديل فترات وأوقات التداول.</p> <p>- تعديل الحدود السعرية لأوامر المدرجة في نظام التسعير الإلكتروني لتصبح 35% هبوطا وصعودا.</p> <p>- تعديل آلية إدخال بعض الأوامر مثل أوامر السوق، والأوامر المخفية و الظاهرة خلال فترات التداول.</p> <p>- قام مجلس القيم المنقولة بإصدار دورية خاصة تحتوي تعديلات متعلقة بمكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب.</p>
الكويت	<p>- إصدار تعليمات مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب.</p> <p>- إصدار قواعد جديدة لحوكمة الشركات الخاضعة لرقابة هيئة أسواق المال.</p> <p>- إصدار تعليمات خاصة بشأن إجراءات عمليات الإستحواذ الإلزامي.</p> <p>- إصدار تعليمات جديدة بشأن تنظيم شراء الشركات المساهمة لأسهمها وكيفية إستخدامها والتصرف فيها.</p>
تونس	<p>- قامت بورصة تونس للأوراق المالية بإطلاق عدة برامج لتوعية و تطوير الثقافة المالية الإستثمارية.</p> <p>- وقعت العديد من الإتفاقيات مع البورصات و الأسواق المالية العالمية وبعض المؤسسات الدولية من أجل رفع كفاءة العمل وفق المعايير الدولية، ولتبادل الخبرات و المعلومات مع الأطراف والجهات المختلفة.</p>

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2014 ص ص 164، 166.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

عام 2013 تميز بصدور بعض القواعد الإسترشادية الموحدة لبعض بورصات الأوراق المالية العربية، وقد كان لترقية بعض البورصات العربية إلى بورصات ناشئة الدافع لتطوير الأنظمة والإجراءات التشريعية والتنظيمية لهذه البورصات، حيث شملت هذه التعديلات بشكل واضح الحوكمة والإفصاح وإصدار وإدراج وتداول أدوات مالية جديدة وفق معايير عالمية معتمدة، كما واصلت بعض البورصات العربية تطوير وتحديث بنيتها التحتية وأنظمتها التشغيلية الإلكترونية مواكبة بذلك أحدث التقنيات المطبقة بالبورصات العالمية، وخاصة تلك المتعلقة بعمليات التداول والرقابة الآنية واللاحقة وعمليات التفاوض والتسوية والإفصاح الإلكتروني.

جدول (3-5): التطورات التشريعية والتنظيمية لبورصات الأوراق المالية العربية عام 2014

الدولة	الإجراءات المتخذة
السعودية	<ul style="list-style-type: none"> - تطبيق الإجراءات و التعليمات الخاصة بالشركات المدرجة و التي بلغت خسائرها أكثر من 50% من رأس المال. - إصدار إجراءات توضيحية بشأن الشركات المتقدمة للهيئة بطلب زيادة رأس مالها عن طريق طرح حقوق الأولوية. - إصدار مشروع القواعد المنظمة للإستثمار من قبل المؤسسات المالية الأجنبية.
الأردن	<ul style="list-style-type: none"> - إصدار تعليمات شراء الشركات المساهمة العاملة للأسهم الصادرة عنها (أسهم الخزينة). - اعتماد أسس وإجراءات جديدة بحق الشركات المدرجة في السوق والتي تبلغ خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس مالها، من حيث إجراءات الإفصاح والمعلومات الواجب إبلاغ المستثمرين عنها بشكل دوري. - العمل على إصدار جميع الأنظمة و التعليمات التي يطلبها قانون صكوك التمويل الإسلامي.
عمان	<ul style="list-style-type: none"> - العمل على وضع خطة لإدراج شركات الأعمال الصغيرة و المتوسطة في سوق مسقط المالي. - نشر مشروع ميثاق تنظيم حوكمة الشركات لرفع مستوى الحوكمة للشركات المدرجة في السوق المالية.
الإمارات	<ul style="list-style-type: none"> - تم إقرار نظامي الصكوك وسندات الدين وإصدار نظام الأذونات المغطاة. - تعديل النظام الخاص بالتداول على الهامش. - إصدار قواعد إقراض وإقتراض الأوراق المالية. - تعديل النظام الخاص بالمقاصة و التسويات وحفظ الأوراق المالية. - إقرار نظام الحساب التجميعي.
مصر	<ul style="list-style-type: none"> - إصدار قرارات تتعلق بالشراء على الهامش. - تعديل قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية. - إقرار تعديل قواعد الفصل بين أصول وأنشطة الشركات التابعة والشقيقة والمدرجة في الأسواق المالية. - إصدار ضوابط تقسيم أصول صناديق الإستثمار، وإجراءات إنتخاب أعضاء مجلس إدارة صندوق حماية المستثمر.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

	<ul style="list-style-type: none"> - إصدار ضوابط عمل صناديق المؤشرات وصانعي السوق. - إصدار قواعد وشروط الترخيص لشركات التمويل المتناهي الصغر.
البحرين	<ul style="list-style-type: none"> - قامت السلطات الرقابية بالعمل على إقرار تعليمات جديدة لإصدار الأوراق المالية والصكوك. - إصدار تعليمات شراء الأسهم على الهامش وتداول الخيارات والصناديق القابلة للتداول وصناديق الإستثمار.
قطر	<ul style="list-style-type: none"> - قامت السلطات الرقابية بالعمل على إصدار وتعديل العديد من التشريعات المنظمة لأعمال السوق منها: - إصدار تشريعات تحدد الملاءة المالية لشركات الخدمات المالية، وقواعد جديدة لترخيص وتنظيم جهة الإيداع. - إقرار نظام الاندماج والإستحواذ ونظام حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في السوق الرئيسية و الشركات الناشئة. - إصدار قواعد وتعليمات التداول بالهامش، ونظام المدققين الخارجيين للشركات المدرجة. - تعديل نظام طرح وإدراج الأوراق المالية في السوق الثانية.
الكويت	<ul style="list-style-type: none"> - إصدار تعليمات بشأن ضوابط وإجراءات تنفيذ عمليات الإستحواذ الإختياري. - إصدار نظام جديد لإدراج أسهم المساهمة في بورصة الأوراق المالية، حيث تم تعديل الشروط المتعلقة بإدراج الشركات المساهمة الكويتية والأجنبية في كل من السوقين الرئيسي والموازي. - تحديد شروط إدراج الشركات المساهمة الكويتية في البورصات الأجنبية.
تونس	<ul style="list-style-type: none"> - إصدار تعليمات تتعلق بإجراءات الترخيص و التصريح لشركات الإستثمار وتعليمات الإفصاح عن المعلومات الواجبة من قبل هذه الشركات. - تعديل قانون المالية، ومن أهم ما يتعلق بالسوق المالية هو رفع السرية المصرفية عن العديد من المؤسسات بما فيها الوسطاء والسماسة تجاه إدارة الضرائب .

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2015 ص ص 191، 193

جدول (3-6): التطورات التشريعية والتنظيمية لبورصات الأوراق المالية العربية عام 2015

الدولة	الإجراءات المتخذة
السعودية	<ul style="list-style-type: none"> - حددت هيئة السوق المالية متطلبات الإفصاح الإضافية للشركات المتعثرة حتى تتجاوز حسائرها. - كما أصدرت قرارا يلزم الأشخاص المرخص لهم بتطبيق متطلبات إضافية في إطار تحسين مستوى الإفصاح لديهم. - السماح للمستثمرين الأجانب المؤهلين للتداول و الإستثمار بشكل مباشر في السوق، هذا الأمر الذي يحدث

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

	لأول مرة في تاريخ السوق المالي السعودي.
الأردن	<ul style="list-style-type: none"> - تعديل تعليمات تداول الأوراق المالية، وتعليمات إدراج الأوراق المالية. - إعداد التعليمات المنظمة لتداول الأوراق المالية غير المدرجة في البورصة. - إقرار أسس تقديم المعلومات الفورية للتداول إلى أعضاء البورصة. - وضع سياسة الإجراءات التأديبية بحق الشركات المدرجة المخالفة لأحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية. - وضع سياسة الإجراءات التأديبية بحق شركات الوساطة غير الملتزمة بدفع الرسوم المستحقة عليها.
عمان	<ul style="list-style-type: none"> - إقرار وتحديد فترة إلتزام الجهات المصدرة للأوراق المالية بضرورة الإفصاح عن بياناتها المالية الأولية الربع سنوية والسنوية غير المدققة من خلال الموقع الإلكتروني لسوق مسقط للأوراق المالية. - صدر قرار بإنشاء مركز عمان للحوكمة والإستدامة والنظام الخاص. - إعتمدت هيئة السوق المالية النسخة الجديدة من ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة. - إعتتماد قواعد بيع الأوراق المالية التي تخلف العميل عن سداد قيمتها.
الإمارات	<ul style="list-style-type: none"> - إعتمد مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية و السلع الضوابط الخاصة بطرح وإدراج الشركات المساهمة العامة حديثة التأسيس. - إقرار تعديلات على عدد من الأنظمة منها الإفصاح والشفافية، المقاصة والتسوية ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية. - ألزمت الهيئة شركات الوساطة بألية للتعامل مع الحسابات الراكدة للعملاء. - إلزام المدققين الداخليين في شركات الوساطة، بإعداد تقارير رقابة داخلية ربع سنوية وفق نموذج معين.
مصر	<ul style="list-style-type: none"> - إقرار مجموعة من القواعد و الإجراءات الخاصة بعدد من المواضيع مثل: تحويل الشخص الطبيعي أو المعنوي المصري لأوراق مالية أجنبية مملوكة له مقيدة بالبورصة المصرية إلى البورصة الأجنبية، ومشروع معايير المراجعة المصرية المحدثه. - ضوابط إدارة محافظ إستثمارات صناديق التأمين الخاصة وقواعد حوكمة تلك الصناديق. - إجراء تعديلات على اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال. -تعديلات على قواعد وضوابط حوكمة صناديق التأمين الخاصة، - والضوابط والقرارات التنظيمية لشركات التمويل العقاري. - تنظيم قواعد الترخيص لشركات جديدة بمزاولة نشاط السمسرة في الأوراق المالية. - صدر قانون لتنظيم الضمانات المنقولة. - أطلقت البورصة المصرية نظام الإفصاح الإلكتروني للشركات.
البحرين	<ul style="list-style-type: none"> - تم إعتتماد قواعد إدراج صناديق الإستثمار العقارية في البورصة. - صدر قرار بشأن تعديل شروط إدراج أسهم الشركات في بورصة البحرين على اللوحة الرئيسية. - قامت البورصة بإطلاق مؤشر البحرين الإسلامي.
قطر	<ul style="list-style-type: none"> - إطلاق نظام التداول بالهامش في البورصة.
الكويت	<ul style="list-style-type: none"> - قامت هيئة أسواق المال بدراسة توافق الدفعة الرابعة من شركات الإستثمار المسجلة لدى بنك الكويت المركزي وفقا لبنود اللائحة وقرارات وتعليمات الهيئة بهذا الشأن.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

	<p>- صدرت اللائحة التنفيذية الجديدة التي تضمنت المراجعة الشاملة لمنظومة القواعد الحاكمة لأسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.</p> <p>- أصدرت الهيئة قواعد جديدة لحوكمة الشركات.</p>
تونس	<p>- أقر مجلس هيئة السوق المالية الترتيب المتعلقة بمؤسسة الإيداع المركزي .</p> <p>- أصدرت الهيئة قانونا جديدا متعلق بمكافحة الإرهاب وغسيل الأموال.</p>
الجزائر	<p>- أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نظام جديد خاص بالوسطاء في عمليات البورصة، يتضمن شروط إعتقاد الوسطاء، واجباتهم ومراقبتهم.</p>
لبنان	<p>- قامت هيئة الأسواق المالية بإطلاق المجموعة الثانية من الأنظمة التطبيقية المتعلقة بقواعد الإدراج.</p>

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2016 ص ص 221، 223 واستمرت مجهودات تطوير البنية التحتية أيضا في عام 2014، أما عام 2015 فحفل بمواصلة السلطات الإشرافية والرقابية في الدول العربية جهودها للإرتقاء و تطوير البنية التشريعية والتنظيمية للبورصات العربية من خلال مواكبة التطورات و الإلتزام بالمعايير والمبادئ الدولية، و العمل على تطوير وتحديث التعليمات والممارسات التي تنسجم مع هذه المعايير وتعزز الإفصاح والشفافية ومن أهم الإجراءات المتخذة تلك المتعلقة بالمستثمر الأجنبي.

جدول (3-7): التطورات التشريعية والتنظيمية لبورصات الأوراق المالية العربية عام 2016

الدولة	الإجراءات المتخذة
السعودية	<p>- إتمدت هيئة السوق المالية القواعد المنظمة لإستثمار المؤسسات الأجنبية المؤهلة في الأسهم المدرجة في السوق المالي.</p> <p>- تم تعديل لائحة الفصل في منازعات الأوراق المالية.</p> <p>- تم إعتقاد لائحة صناديق الإستثمار المعدلة، و التعليمات الخاصة بصناديق الإستثمار العقارية المتداولة، وتعديل فترة إعلان القوائم المالية و التسوية.</p> <p>- إتمدت الهيئة الضوابط والإجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذا لنظام الشركات الخاصة بالشركات المساهمة المدرجة، والدليل الإسترشادي الخاص بها.</p> <p>- تم تعديل الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق المالي والتي بلغت حسائرها المتراكمة 50% من رأس مالها.</p> <p>- تم إعتقاد قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية.</p> <p>- تم إعتقاد وتعديل عدد من اللوائح المتعلقة بأعمال ومهام مجلس إدارة الهيئة.</p>
الأردن	<p>- قامت هيئة الأوراق المالية بمراجعة وتعديل وإصدار عدد من الأنظمة و التعليمات الداخلية، حيث تم إصدار تعليمات الإقراض</p> <p>والإقتراض والبيع على المكشوف، وتعليمات إيصالات إيداع الأوراق المالية.</p> <p>- تم تعديل تعليمات التمويل على الهامش.</p> <p>- تم نشر مسودة مشروع تعليمات المعايير والشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين</p>

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

	<p>لتدقيق حسابات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.</p> <p>- إنشاء سوق للأوراق المالية غير المدرجة.</p>
عمان	<p>- إعتمدت الهيئة العامة لسوق المال التعديلات في اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال والمتعلقة بإعادة تصنيف الأسواق وتعديل معايير كفاية رأس المال.</p> <p>- أصدرت الهيئة لائحة تنظيم الصكوك، و الدليل الإسترشادي لمعايير ضمان جودة الخدمات التأمينية المقدمة لحملة الوثائق.</p> <p>- تم إعتتماد التعديلات الجديدة لضوابط التمويل المضمون.</p>
الإمارات	<p>- إصدار قرار لتنظيم مزاوله نشاط الخدمات الإدارية لصناديق الإستثمار، وقرار بشأن تنظيم نشاط الترويج والتعريف.</p> <p>- إصدار قرار بشأن معايير الإنضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة.</p> <p>-أقرت الهيئة نظام لتنظيم آليات وشروط الطرح والإكتتاب العام في الدولة.</p> <p>-تم إجراء تعديلات على بعض أحكام النظام الخاص بالحفظ الأمين للأوراق المالية.</p>
مصر	<p>- إقرار مجموعة من القواعد والإجراءات الخاصة بعدد من المواضيع منها: التملك المتبادل بين أسهم الشركات الشقيقة، ضوابط التصرف في نسبة جوهريه من أصول الشركة، التعامل على أسهم الخزينة من خلال شركات تابعة.</p> <p>- صدرت مجموعة من التعديلات و القرارات المتعلقة بعدد من القضايا منها: التعديلات على اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تنظم تداول حق الإكتتاب و الإستحواذ على شركات سمسة وإدارة الصناديق.</p> <p>- صدر دليل حماية عملاء الشركات والجمعيات والمؤسسات الأهلية التي تزاول نشاط التمويل المتناهي الصغر.</p> <p>-أصدرت الهيئة النظام الأساسي لصندوق حماية المستثمر، الذي يغطي الخسارة المالية الفعلية لعملاء شركات الأوراق المالية ضد المخاطر المرتبطة بنشاط تلك الشركات مثل الإفلاس و التعثر.</p> <p>- قواعد جديدة لحوكمة الشركات العاملة في سوق المال.</p>
قطر	<p>- أصدر مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية قرارا بشأن تملك أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر عدا الشركات التي تخضع لرقابة وإشراف بنك قطر المركزي.</p>
الكويت	<p>- تم إيفقاف التعامل بالبيع الآجلة والمستقبلية.</p> <p>- تم تعديل الأحكام المتعلقة بتداول الأوراق المالية.</p> <p>- تم إتخاذ مجموعة من القرارات تتعلق بتحويل سوق الكويت للأوراق المالية إلى شركة مساهمة تدار وفقا للآليات المتبعة في إدارة القطاع الخاص.</p>
تونس	<p>- تم إصدار التشريع المتعلق بمبكل الإيداع المركزي للسندات، وكذا صيغ إدراج وحفظ وشطب الأوراق المالية وقواعد سير نظام الدفع والتسليم للسندات وواجبات المشاركين.</p>
الجزائر	<p>- تم إصدار وثيقة حول وظائف وشروط التأهيل وتسجيل مسؤول الإمتثال لدى وسطاء البورصة.</p> <p>- تم إصدار التعليمات الخاصة بالشروط التي يجب أن تتوفر في مديري شركات الوساطة والشركات</p>

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

التجارية، والمسؤولين عن الوساطة في البورصة العاملين في البنوك والمؤسسات المالية. - أصدرت اللجنة التعليمات الخاصة بالشروط الأخلاقية لإدارة شركات الوساطة المالية و الشركات التجارية.
--

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2017 ص ص 137، 139

جدول (3-8): التطورات التشريعية والتنظيمية لبورصات الأوراق المالية العربية عام 2017

الدولة	الإجراءات المتخذة
السعودية	<ul style="list-style-type: none"> - تعديل لائحة الأشخاص المرخص لهم. - اعتماد لائحة الاندماج والإستحواذ المحدث. - إستحداث إدارة عامة للإشراف على مراجعي الحسابات للشركات المدرجة في السوق المالية ومؤسسات السوق المالية. - اعتماد تعديل الضوابط والإجراءات التنظيمية الخاصة بالشركات المساهمة المدرجة في السوق. - تم اعتماد لائحة حوكمة الشركات الجديدة. - تعديل لائحة عمل لجنة التعاملات الإلكترونية. - أقرت الهيئة إلزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن خسائرها فور بلوغها 20% من رأس مالها. - تم إطلاق السوق الموازية (نمو) كمنصة بديلة لتداول الأسهم بشروط إدراج أكثر مرونة مقارنة بمتطلبات السوق الرئيسية. - السماح لمستثمرين الأجانب غير المقيمين بالإستثمار المباشر في السوق الموازية.
الأردن	<ul style="list-style-type: none"> - إصدار مشروع تعليمات تنظيم تعامل شركات الخدمات المالية في البورصات الأجنبية. - تعليمات إقراض وإقتراض الأوراق المالية، والبيع على المكشوف والموافقة على تعليمات الإيداع. - نشر مشروع تعليمات نظام صناديق الإستثمار المشترك. - الإعلان عن إلغاء السوق الثالث في البورصة. - تحولت الصفة القانونية لبورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للدولة.
الإمارات	<ul style="list-style-type: none"> - إصدار نظام يتضمن تنظيم الإجراءات والضوابط المتعلقة بقواعد الإستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة. - إنجاز نظام قانوني لصندوق رأس المال المخاطر. - إقرار إجراء عدد من التعديلات على النظام الخاص بغدراج الشركات الأجنبية، ونظامي الإستشارات المالية وإدارة الإستثمار - اعتماد قرار لتنظيم صندوق الإستثمار الخاص بالشراكة العامة والمحدودة وفقاً لأفضل الممارسات العالمية.
مصر	<ul style="list-style-type: none"> - إقرار مجموعة من القواعد والضوابط الخاصة بتنظيم قواعد التبادل وإثبات الملكية، وضوابط تملك أسهم الشركات العاملة بمجال الأوراق المالية.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

	<ul style="list-style-type: none"> - تنظيم يتيح لشركات التمويل الجمع بين أكثر من نشاط بنفس الشركة. - تعزيز حماية حسابات المتعاملين مع شركات الأوراق المالية وأمناء الحفظ. - ضوابط الإكتتاب في وثائق صناديق الإستثمار العقاري وصناديق الإستثمار المباشر. - تعديل قواعد قيد وشطب الأوراق المالية.
البحرين	- إنشاء شركة البحرين للمقاصة.
قطر	<ul style="list-style-type: none"> - وافق مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية على مجموعة من النظم والقواعد مثل قواعد تنظيم نشاط صانع السوق، والإجراءات التشغيلية لصناديق الإستثمار المتداولة، و الإجراءات الخاصة بحماية الأقلية و صغار المستثمرين نتيجة تحول الشركات المساهمة العامة إلى نوع آخر من الشركات المنصوص عليها في قانون الشركات رقم 11 لعام 2015.
المغرب	- الإعلان عن تشكيل المجلس التأديبي للهيئة المغربية لسوق الرساميل.
الكويت	<ul style="list-style-type: none"> - قامت البورصة بنشر مسودة قواعد تداولات خارج المنصة لتنظيم صفقات الأسهم غير المدرجة. - قبول عضوية البورصة الكويتية في المنظمة الدولية لهيئات سوق المال.
تونس	<ul style="list-style-type: none"> - إصدار الترتيبات العملية الخاصة بتنفيذ القرار المتعلق بترخيص الجهات العاملة في مجال الحفظ المركزي للأوراق المالية. - إصدار اللائحة الخاصة بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب، ولائحة مكافحة المخالفات في البورصة.
الجزائر	<ul style="list-style-type: none"> - إصدار نظامين متعلقين بشركات تسيير صناديق الإستثمار، الأول متعلق بالضمانات التي يجب على شركة تسيير صناديق الإستثمار تقديمها فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها التقنية والمالية والمهارات المهنية، أما الثاني فيتعلق بمدونة السلوك التي يجب أن تلتزم بها شركة تسيير صناديق الإستثمار..

المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2018 ص ص 150، 151

عام 2016 عملت السلطات الإشرافية والرقابية في الدول العربية على تطوير البنية التشريعية والتنظيمية لبورصات الأوراق المالية، من خلال مواكبة التطورات والإلتزام بالمعايير والمبادئ الدولية والعمل على تطوير وتحديث منظومة التعليمات والممارسات التي تنسجم مع هذه المعايير، وتعزز من الإفصاح و الشفافية، حيث حظي موضوع تطوير معايير الإنضباط المؤسسي وحوكمة الشركات، إلى جانب قضايا حماية عملاء الشركات والجمعيات التي تزاوّل نشاط التمويل متناهي الصغر، ضوابط و تعليمات الإقراض والإقتراض و البيع على المكشوف و التمويل على الهامش، بإهتمام العديد من السلطات خلال العام، أما في عام 2017 فزاد الإهتمام بتطوير صناديق الإستثمار في الكثير من الدول العربية.

ثالثا: المتطلبات المتعلقة بالمستثمر الأجنبي

المقصود هنا مستوى الإنفتاح في البورصات و مدى توافر الضمانات و الحوافز و تيسير عمليات التداول لتشجيع تدفق الإستثمار الأجنبي، هذا المستوى من الإنفتاح و كما يبينه الجدول الموالي (3-9) يختلف من بلد

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

إلى آخر ففي الحين الذي تشجع تدفقه بعض الدول، تعتمد دول أخرى إلى وضع بعض التنظيم لحركة رأس المال لتحقيق الإستقرار و الحد من المضاربات غير المشروعة.

جدول رقم (3-9): أوضاع القيود المفروضة على الإستثمار الأجنبي في بورصات

الأوراق المالية العربية

مغلقة	عبر صناديق الإستثمار	الشروط المحددة	إنفتاح جزئي للتملك	إنفتاح كامل للتملك	البورصات العربية
	*	حد أقصى 50% في قطاعات التعدين و البناء، التجارية و التجارة و الخدمات	*		سوق عمان المالي
	*				الإمارات
		الحد الأقصى 24%	*		سوق البحرين
*					سوق الدوحة
	*	الحد الأقصى 49%	*		بورصة تونس
	*	الحد الأقصى في أغلب الشركات 49%	*		سوق مسقط
	*				سوق الأسهم السعودية
*					سوق الكويت
	*				بورصة بيروت
	*				سوق المال بمصر
	* -				بورصة الدار البيضاء

المصدر: محمود نحمده علي إبراهيم التكامل الإقتصادي بين الدول العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر مرجع سبق ذكره ص 71.

إرتأينا في هذه النقطة أن نعبّر عن مدى إنفتاح البورصات العربية بالأرقام، وذلك بجمع المعطيات حول عدد الشركات الأجنبية المدرجة، ونسبة تعاملات الأجانب من التداول وصافي الإستثمار الأجنبي في بورصات الأوراق المالية العربية، وهو ما تظهره الجداول الموالية.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

جدول رقم (3-10): عدد الشركات الأجنبية المدرجة

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	0	0	0	0	0	0	0
سوق أبوظبي للأوراق المالية	2	2	2	2	2	2	2
بورصة البحرين	5	2	4	4	4	4	4
بورصة تونس	1	1	1	1	1	1	1
السوق المالية السعودية	0	0	0	0	0	0	0
سوق مسقط للأوراق المالية	0	0	0	0	0	0	0
بورصة قطر	0	0	0	0	0	0	0
سوق الكويت للأوراق المالية	13	13	11	11	11	11	11
بورصة بيروت	0	0	0	0	0	0	0
البورصة المصرية	1	1	1	1	1	1	1
بورصة الدار البيضاء	1	1	1	1	1	1	1
بورصة الجزائر	0	0	0	0	0	0	0

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2012،2013،2014،2015،2016،2017،2018.

عدد الشركات الأجنبية المدرجة في البورصات العربية قليل جدا ، حيث ينعدم في كل من 5 في كل من عمان، السعودية، مسقط، قطر، بيروت و الجزائر، و أقل من 5 في كل من أبوظبي، البحرين، تونس، مصر، المغرب بينما تجاوز 10 في سوق الكويت للأوراق المالية.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

جدول رقم (3-11): نسبة تعاملات الأجانب من التداول

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة عمان	18,1	15,6	28,7	16,5	28,6	23,5	39,7
سوق أبوظبي للأوراق المالية	34,2	39,2	37	41,1	44	47,6	44,5
بورصة البحرين	43,9	61,1	32,8	35,5	33,4	30,3	31,7
بورصة تونس	11	6,2	14,6	8,4	17,1	15,6	13
السوق المالية السعودية	2,5	3,2	4,4	4,4	4,6	4,7	4,4
سوق مسقط للأوراق المالية	25,6	20,4	20,4	21	31,5	22,1	17,6
بورصة قطر	34,9	28,6	31,3	20,2	20,3	40,9	35,7
سوق الكويت للأوراق المالية	9,2	9,4	17,5	13,4	14,6	13,5	12,9
بورصة بيروت	0	0	»»»»»	»»»»»	»»»»»	»»»»»	»»»»»
البورصة المصرية	29,5	21	20,5	20,9	27,6	27,6	27,6
بورصة الدار البيضاء	8,9	7,6	10,1	5,4	14,5	»»»»»	»»»»»

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2012، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.

الجدول السابق يبين لنا نسبة تداول المستثمرين الأجانب من القيمة الإجمالية للتداول، و غم أن هذه النسبة حققت تحسن خلال فترة الدراسة عند معظم بورصات الأوراق المالية العربية، إلا أنها لا تعطينا نظرة واضحة عن تعاملات الأجانب في البورصات العربية، لذلك كان لابد من التطرق إلى قيمة مبيعات و مشتريات الأجانب بما فيهم العرب وذلك لمعرفة صافي التدفق في الإستثمار الاجنبي، وهو ما يظهره الجدول()، حيث نلاحظ أن الإستثمار الأجنبي لمجموع البورصات العربية خلال عام 2011 سجل تدفق صافي سالب ، حيث تجاوزت مبيعات الأجانب بما فيهم العرب مشترياتهم في هذه البورصات، وفيما يتعلق بالإستثمار الاجنبي في البورصات العربية فرادى فقد سجل هذا الإستثمار صافي موجب ولو كان بشكل طفيف في كل من بورصة الدار البيضاء وعمان والإمارات والبحرين، وكانت البورصة المصرية الأكثر تراجعاً، كما سجل تدفق صافي سالب في 2012 وذلك نتيجة لحالة عدم الإستقرار التي عرفتھا الدول العربية فحقق صافي بيع في كل من بورصة قطر والبورصة المصرية وسوق البحرين وبورصة تونس وسوق الكويت بينما سجل صافي شراء لدى كل من السوق المالية السعودية و الإمارات و بورصة الدار البيضاء و سوق مسقط و بورصة عمان.

عام 2013 سجل الإستثمار الأجنبي تدفق موجب أي صافي شراء وذلك لأول مرة منذ ست سنوات، وهنا تجدر الإشارة إلى أنه وفي معظم الأسواق نتج التغير في صافي تعاملات الأجانب بصورة رئيسية عن التغير في صافي تعاملات الأجانب من المستثمرين المؤسسين.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

الوحدة: مليون دولار	جدول رقم (3-12): تعاملات المستثمرين الأجانب													
	2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	بيع	شراء	بيع	شراء	بيع	شراء	بيع	شراء	بيع	شراء	بيع	شراء	بيع	شراء
بورصة عمان	673,1	783,9	402,4	455,43	1120,6	1327,8	542,7	511,6	1369,7	1384,6	605,5	940,1	1875	1403
سوق أبوظبي للأوراق المالية	2272,7	2289,1	1038	1331,2	8268,3	8814,3	15761,8	16737,7	6248,8	7830,8	5886,5	6813,6	5590	6063
بورصة البحرين	120,2	122,8	206,3	151,3	268	124,6	231,4	276,5	141,9	53,2	117,2	82,8	180	177
بورصة تونس	145	97,6	80,42	69,65	157,1	98,3	33,5	101,3	82,6	231,7	133,3	73	141	78
السوق المالية السعودية	7489,9	7268,6	16393	16752	15444,9	17061,3	24993,9	25003,2	20690,7	19696	14867,9	14066,5	10988	8852
سوق مسقط للأوراق المالية	741,6	573,8	537,83	591,97	1133,2	1202,1	1267,3	1212,2	1231,3	1045,9	655,6	431,2	524	313
بورصة قطر	7758,4	7120,4	5959,2	5252,6	6208,1	6660	10549,7	11547,6	5186,8	5280,8	3449,5	4307,1	3175	3321
سوق الكويت للأوراق المالية	2175,3	1780	2429,4	2420,8	3316,4	3521,6	2458,3	3173,4	1871,5	1998,7	1318,2	1252,8	2280	2586
بورصة بيروت	0	0	0	0	»»»»»	»»»»»	»»»»»	»»»»»	»»»»»	»»»»»	»»»»»	»»»»»	»»»»»	»»»»»
البورصة المصرية	7531,9	6861,2	3361,2	3033,3	3336,3	3036,9	2524,5	3000	4384,7	4370,9	1227	1677	43,17	4884
بورصة الدار البيضاء	724,9	756,2	478,33	629,57	728,1	749,8	256,6	371	437,5	406,3	»»»»»	»»»»»	»»»»»	»»»»»

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات 2012، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

واستمر التحسن عام 2014 وهذا انعكاساً للأداء الإيجابي الناتج عن تحسن ربحية الشركات، إضافة إلى العديد من الأخبار الإيجابية من أهمها ترقية وإنضمام عدد من البورصات العربية إلى مؤشرات الأسواق الناشئة، وفوز دبي في تنظيم معرض "أكسبو 2020"، وفوز قطر في إستضافة كأس العالم 2022، وصدور قرار بالسماح للمستثمر الأجنبي بالشراء المباشر في السوق المالية السعودية، عن طريق المؤسسات المالية الأجنبية، بينما عام 2015 شهدت تعاملات المستثمرين الأجانب تراجعاً بسبب عدم الإستقرار الذي عرفته البورصات العالمية و الناشئة، وبشكل خاص التراجع الحاد في بورصات اليونان والصين، إلى جانب تزايد المخاوف لدى المستثمر الأجنبي من تباطؤ معدلات النمو في الإقتصاديات العربية نتيجة التراجع الحاد في أسعار البترول، إستمرت هذه المخاوف عام 2016 حيث تواصل تراجع تعاملات المستثمرين الأجانب خاصة مع إزدياد المخاطر الجيوسياسية التي عرفتها عدد من الدول العربية، وعلى الرغم من تحسن أسعار النفط في 2017، وتحسن معدلات النمو في بعض الدول العربية، إلا أن قيمة تعاملات المستثمر الأجنبي واصلت تراجعها.

المطلب الثاني: التجارب العربية في التعاون بين بورصات الأوراق المالية

لقد خطت الدول العربية خطوات جادة في سبيل تطوير أسواق الأوراق المالية بها، عليها توابك التطورات الإقتصادية العالمية و النظم المتبعة في نظيراتها بالدول المتطورة، ومن هذه التوجهات تأسيس إتحاد الأسواق المالية العربية و عقد عدة إتفاقيات بين هذه الأسواق، وهو ما سنتعرض إليه من خلال هذا المبحث.

أولاً: إتحاد أسواق المال العربية

إتحاد أسواق المال العربية (إتحاد البورصات العربية سابقاً) المنبثق عن جامعة الدول العربية، والذي إتخذ من بيروت مقراً له، ولكن الظروف الأليمة التي عصفت بلبنان حالت دون ذلك، مما إضطر الإتحاد لإتخاذ القاهرة مقراً له.

1- نشأة الإتحاد:

نشأ إتحاد البورصات العربية بتوصية من مؤتمر محافظي البنوك المركزية العربية، صادق عليها المجلس الإقتصادي العربي في سبتمبر 1978. وقامت الأمانة العامة لجامعة الدول العربية في العام 1981 بتوجيه الدعوة إلى رؤساء البورصات العربية التي كانت موجودة في تلك الفترة، للنظر في إنشاء إتحاد بينهم، بهدف تنسيق الجهود في إطار القوانين والأنظمة المعمول بها في هذا المجال، وتذليل الصعوبات التي تعترض الإستثمار العربي وتوسيع قاعدته، وتنويع أدواته وتشجيع إدراج وتبادل الأوراق المالية بين البورصات العربية الأعضاء في الإتحاد.

وقد عقد أول إجتماع لمجلس الإتحاد في تونس في جانفي 1982، حيث تم إعتماد النظام الأساسي وخطة عمل الأمانة العامة التي شكلت لتنفيذ قرارات المجلس.

بالرغم من قلة عدد الأعضاء، ركز الإتحاد خلال فترة الثمانينات جهوده على نشر الثقافة الإقتصادية المتعلقة بالأسواق المالية، كما عقد العديد من المؤتمرات والندوات بهدف التعريف بأهمية دور البورصات في التنمية

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

الإقتصادية، وتشجيع إستثمار رؤوس الأموال العربية في الوطن العربي، ومعوقات إنتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية.

"التحوّل الذي شهدته السياسة الإقتصادية في الدول العربية منذ بداية عقد التسعينات من القرن الماضي، والذي اعتمد على تشجيع وتنمية دور القطاع الخاص في التنمية الإقتصادية، استدعى إنشاء هيئات أسواق المال بهدف إعادة تنظيم سوق المال لتعبئة الموارد، وتنسيق الجهود في التنمية الإقتصادية. ولكي يواكب الإتحاد تلك التطورات ويزيد من فاعلية دوره، إتخذ في ديسمبر 1994 قرارا بتوسيع عضويته وتغيّرت تسميته من إتحاد البورصات العربية إلى إتحاد أسواق المال العربية. وقد أصبح يضم أعضاء عاملين (البورصات وهيئات أسواق المال) وآخرين منتسبين (شركات الوساطة وشركات المقاصة والمؤسسات المالية التي لها علاقة بالإتحاد)".¹

في خلال فترة التسعينات قام الإتحاد بالعديد من الأنشطة وأهمها:

* عقد ملتقى الوسطاء في البورصات العربية 1999، 1995، كما عقد مؤتمرات حول ربط البورصات العربية والإستثمار؛

* سعى الإتحاد منذ العام 1996 إلى الربط بين الأسواق المالية العربية، حيث قام بالإشراف على إتفاقية الربط الثلاثية التي عقدت بين الأسواق المالية العربية في كل من الكويت ومصر وبيروت، وأشرف أيضا على الإتفاقية التي وقّعت بين شركات المقاصة في هذه الأسواق؛

* أقام الإتحاد في السنوات الأخيرة العديد من الدورات التدريبية للوسطاء والعاملين في الأسواق المالية العربية الأعضاء؛

* وحرصا منه على مواكبة التطورات والمستجدات في مجال الربط بين الأسواق المالية، فقد عمل على تأسيس مشروعين هامين هما من أهم الركائز التي يتعيّن توفيرها لقيام ربط بين الأسواق المالية العربية. المشروعين في مجالي التقاص وتوفير المعلومات ونشرها من خلال شبكة معلومات الأسواق المالية العربية والتي ستقوم بتزويد المتعاملين في البورصات العربية بالمعلومات الحية المباشرة وبالمعلومات التاريخية حول أسهم الشركات المسجلة فيها كافة، و تأسيس المؤسسة العربية للتقاص، بحيث أقر مجلس النواب اللبناني (باعتبار مقر الإتحاد في بيروت) بتاريخ 1999/10/26 القانون رقم 183 الذي نص على إنشاء هذه المؤسسة، بمبادرة كل من:²

- بورصة بيروت.

- شركة ميدكلير.³

- إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية.

¹ - جريدة الجيش اللبناني إتحاد أسواق المال في لبنان يعيد لبيروت دورها الريادي في المنطقة العدد 214 بتاريخ 2003/04/01.

² - المادة 06 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26.

³ - مركز حفظ و مقاصة الأوراق المالية للبنان و الشرق الأوسط، هي شركة مساهمة لبنانية، يساهم مصرف لبنان في رأس مالها، تأسست في بيروت عام 1994، و تقوم بدور الوديع المركزي للذكوك المالية و القيم لديه أو المتداولة في الأسواق المالية المنظمة في لبنان.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

- سوق الكويت للأوراق المالية.
- شركة مصر للمقاصة و التسوية والحفظ المركزي.
- الشركة الكويتية للمقاصة.
- تكون الشركة بمثابة غرفة مقاصة مركزية عربية تتولى القيام بالمهام والعمليات الآتية¹:
 - عمليات التقاص بين الأسواق المالية العربية.
 - عمليات التحويل والتسوية النقدية.
 - فتح الحسابات بغرض الاستثمار في الصكوك والأدوات المالية المختلفة.
 - تقبل إيداعات الصكوك والأدوات المالية المختلفة المدرجة في الأسواق العربية.
 - دعم إنشاء غرف للتقاص في الأسواق العربية وتطوير القائم منها.
 - تنظيم عمليات إصدار الصكوك والأدوات المالية المختلفة وترويجها والاكتمال فيها.
 - تمثيل هيئات التقاص العربية في تعاملها مع هيئات التقاص الدولية.
 - التنسيق بين هيئات التقاص العربية بما يساعدها على تأدية عملها محليا وخارجيا.
 - المساعدة على قبول الإصدارات التي تتم بين الأسواق المالية العربية وإدارة العمليات الناتجة عنها والمساهمة في أية شركة أو مؤسسة تقوم بمهام مشابهة لمهامها.
 - عمليات إقراض الصكوك والأدوات المالية.
 - العمليات الائتمانية بصفة مؤتمن لصالح مساهميها وفقا للقواعد والأسس المحددة في القوانين المرعية.
- تهدف المؤسسة بشكل رئيسي إلى تسهيل إنسياب رؤوس الأموال العربية بين الأسواق المالية، وزيادة فعالية وسرعة إجراءات التقاص، وضمان تسوية حقوق المتعاملين في هذه الأسواق. وقد وافق العديد من البورصات الأعضاء على الإنضمام إليها، "وحدد القانون رأسمال الشركة بما لا يقل عن خمسة ملايين دولار أميركي أو ما يعادل هذا المبلغ بالنقد الأجنبي"².

2- دور الإتحاد في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

- يعمل إتحاد أسواق المال على رفع مستوى التواصل بين البورصات العربية على الصعيدين التقني والتشريعي، و في هذا الصدد يمكن تقسيم دور الإتحاد في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية إلى مرحلتين:³
- * المرحلة الأولى:**

إمتدت هذه المرحلة منذ عام 1987 و حتى عام 1992، و تركزت الجهود خلالها على تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات العربية بين بورصات الأوراق المالية الأعضاء. إلا أن الدراسات الفنية و القانونية، التي

¹ - المادة رقم 02 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26.

² - المادة رقم 03 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26.

³ - شذا جمال خطيب العلمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال مرجع سبق ذكره ص 99.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

أعدتها الأمانة العامة للإتحاد بخصوص تبادل الأوراق المالية، قد أثبتت صعوبة تبادل التسجيل نظرا لإختلاف شروط الإدراج، و غياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على بورصة الأوراق المالية و المكملة لدور سوق رأس المال كمؤسسات التقاص و شركات الوساطة، و إختلاف مراحل التطور بين الأسواق المختلفة. وكذلك إختلاف القوانين المنظمة للإستثمار بين تلك الدول، و إقتصار حق تملك الأسهم على مواطني الدولة، فضلا عن شرط حصول الترخيص لغير المواطنين للتملك في حدود المسموح به من أسهم الشركات الوطنية، و القيود القانونية للتعامل بالأسهم، و إختلاف قوانين تنظيم الشركات و أسواق المال و الضرائب على أرباح القيم المنقولة أو الرقابة على الصرف مما يؤثر تأثيرا مباشرا على تبادل الأوراق المالية بين مختلف البورصات العربية.

و في ضوء هذه العقبات، و التي و قفت حائلا أمام تبادل قيد أسهم الشركات العربية بين البورصات أعضاء الإتحاد، و تجاوزا لمشاكل الإدراج بين البورصات، و حفاظا على إستقلالية كل بورصة في وضع قوانينها و أنظمتها، قدمت الأمانة العامة للإتحاد دراسة مقارنة بين شروط الإدراج في البورصات العربية لمحاولة إيجاد نقاط تقارب فيما بين هذه الشروط. و إستنادا لذلك تم وضع شروط عامة لإدراج الشركات في أكثر من سوق، إلا أن مسؤولي البورصات رأوا الإبقاء على الشروط المستقلة لكل بورصة و تعميم الدراسة على الأسواق المالية العربية لتتطلع عليها الشركات الراغبة في إدراج أسهمها.

* المرحلة الثانية:

بذلت جهود كثيرة و متنوعة لإنتهاج آلية جديدة يتسنى من خلالها للمستثمر العربي أن يمتلك و يتداول الأوراق المالية الصادرة و المسجلة في أي بورصة عربية أخرى بأقل جهد و تكلفة، و ما يميز هذه المرحلة أنها شهدت أول تجربة للربط بين بورصات الأوراق المالية العربية.

ثانيا: إتفاقيات الربط بين البورصات العربية

من المبادرات التي إتخذتها بعض الدول العربية لتحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية فيها الإتفاقيات الثنائية و الثلاثية التي نشير إليها فيما يلي:

1- الإتفاق الثلاثي بين مصر و الكويت و لبنان

بفضل الجهود التي بذلها إتحاد البورصات العربية كانت أول تجربة للربط بين البورصات العربية هي إتفاقية التعاون الثنائي بين بورصة الكويت و مصر في أبريل 1996 ثم إنضمت إليها بورصة بيروت في سبتمبر من نفس العام. و حرصا على وضع إتفاقية التعاون الثلاثي موضع التنفيذ تم تشكيل لجنة مشتركة تضم ممثلين لأطراف الإتفاقية و إتحاد البورصات و هيئات أسواق المال العربية تكون مكلفة بوضع القواعد التنفيذية اللازمة لتحقيق أهداف الإتفاقية.

و قد إجتمعت اللجنة خلال الفترة 23-25/10/1996 و قامت بمتابعة أعمالها وفقا للبرنامج التالي¹:

¹ - عبد المطلب عبد الحميد السوق العربية المشتركة، الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة بمجموعة النيل العربية القاهرة (مصر) الطبعة الأولى 2003 ص 243.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

■ توقيع إتفاقيات التعاون بين شركات التقاص في الأسواق الثلاث: ميد كلير في لبنان، و الشركة الكويتية للمقاصة و شركة مصر للمقاصة بتاريخ 1996/10/24 في القاهرة، و التي تنص على أن تتولى جهات التقاص كل في نطاق إختصاصه لتسوية الإلتزامات الناشئة عن المعاملات التي تتم على الأوراق المالية المتداولة في كل من سوق الكويت للأوراق المالية و البورصات التي تشرف عليها الهيئة العامة لسوق المال بمصر و بورصة بيروت، كما توضح الإتفاقية القواعد و الأسس التي تنظم التعاون بين جهات التقاص، ثم تلى توقيع إتفاقية التقاص إجتماع في بيروت بين المسؤولين التنفيذيين لشركات التقاص الثلاث في شهر نوفمبر من عام 1996 بهدف وضع الإجراءات و القواعد التنفيذية لعمليات التقاص (الدفع و التسليم و التحويل) و ذلك وفقا للآلية التي تم الإتفاق عليها.

■ تم الإتفاق خلال إجتماع مسؤولي شركات التقاص على أن تحدد العمولة للتعامل بين الوسطاء عبر الأسواق الثلاث إستثناء عن التعاملات المحلية، حتى تكون عاملا مشجعا للوسطاء في خلق التدفقات الإستثمارية بين الأسواق الثلاث و تقديم المزيد من الخدمات للمستثمرين و الوفاء بمتطلباتهم، حيث يجب أن يتم إقتسامها بين الوسطاء أطراف الصفقة.

■ توقيع إتفاقية التعاون بين الوسطاء، حيث تم إجتماع هؤلاء الوسطاء المعتمدين في الأسواق الثلاث، من قبل شركات التقاص و ذلك لشرح دورة التعامل التي تم الإتفاق عليها للتنفيذ في الموعد المحدد من قبل المسؤولين في الأسواق الثلاث بتاريخ 1997/01/06 و كذلك لتحديد الإلتزامات المطلوبة منهم و علاقتهم مع بعضهم البعض و مع شركات التقاص المعنية بهذا المشروع و لتحديد وكلائهم من كل بلد بعد توقيع إتفاقية التعاون بين الوسطاء.

"دخلت الإتفاقية الثلاثية للتعاون بين بورصات الأوراق المالية في مصر و الكويت و لبنان حيز التنفيذ الفعلي في جانفي 1997، و قد شهدت الأشهر الخمسة التي تلت توقيع الإتفاقية إقبالا من المستثمرين يدعو للتفاؤل، إلا أنه بقي دون مستوى التوقعات حيث أن قيمة الصفقات التي تم إبرامها حتى شهر ماي 1997 لم تتجاوز 3.4 مليون جنيه مصري، و هذا الرقم لا يتناسب و إمكانيات البورصات الأطراف في الإتفاقية، التي بلغت القيمة الرأسمالية لها مجتمعة نحو 43 مليار دولار"¹

"بعد خمس سنوات من بداية تطبيق إتفاقية الربط الثلاثي خضعت التجربة للتقييم والمتابعة لمعرفة أسباب تدني نتائجها في التطبيق وحسب معلومات الشركة الكويتية للمقاصة بلغ إجمالي قيمة الأسهم المتداولة بالجنه المصري للفترة من العام 1997 حتى 10/3/2003 مبلغا قدره 75 مليارا و 242/470 مليون وبلغ عدد الصفقات

¹ - شذا جمال خطيب العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال مرجع سبق ذكره ص 103.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

لفترة ذاتها 653 صفقة أما الصفقات التي تمت بالدولار الأمريكي فقد بلغت 20 صفقة لنفس الفترة وبلغت قيمتها 320.89 ألف دولار¹.

أما الآثار التي نجمت عن الإتفاقية فيمكن إيجازها في ما يلي:

- * توسيع القاعدة الإستثمارية للبورصات التي تم ربطها.
- * تحرير حركة إنتقال رؤوس الأموال بين الأسواق الثلاثة، و تشجيع الإستثمار المشترك.
- * تطوير العمل بتلك البورصات من خلال تبادل الخبرات الفنية و إستخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة.
- * توسيع و تنوع قاعدة الأدوات الإستثمارية المتاحة أمام المستثمرين و إمكانية تطوير المزيد منها بما يتناسب و إحتياجات المستثمرين.
- * أوجدت الإتفاقية تعاونا حقيقيا و فعالا بين شركات الوساطة العربية العاملة في البورصات الثلاث.
- * ساهمت في تطوير مهنة الوساطة حتى تتمكن من تلبية إحتياجات المستثمرين في الأسواق الأخرى، و توفير المعلومات عن الشركات التي يرغب عملائهم في شراء أسهمها، حيث توجد فروع لشركات وساطة كويتية في البورصة المصرية و البورصة اللبنانية.
- * وفرت الإتفاقية مجال للمستثمرين في هذه البورصات للإختيار بين الفرص الإستثمارية المتاحة مع ضمان حرية تحويل أموالهم بين البورصات الثلاث، و ضمان تسوية حقوقهم و إلتزامهم من خلال شركات المقاصة في الدول الثلاث دون حاجة للإنتقال إلى الدول الأخرى.
- * كما فتحت الإتفاقية المجال أمام القطاع الخاص في هذه الدول للقيام بدور أكبر في تمويل التنمية الإقتصادية فيها من خلال تكوين شركات مشتركة برؤوس أموال ضخمة تطرح أسهمها في البورصات الثلاث.
- فبالإضافة إلى الاتفاقية السابقة، نذكر الإتفاقية الموقعة بين أسواق الكويت والبحرين وعمان والاتفاقية الموقعة بين سوقى البحرين والأردن، كما تم خلال عام 1999 التوقيع على مذكرة التفاهم، بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية هدفت إلى تنمية أفاق التعاون بين السوقين وسبل تطويره وتذليل العقبات أمام انسياب الاستثمارات والأموال بين البلدين كما تم التوقيع على مذكرة التفاهم بين سوق البحرين للأوراق المالية وبورصة القيم المنقولة بدار البيضاء بالمغرب، تهدف إلى تطوير الإجراءات والأنظمة التشريعية بين السوقين.
- أما في سنة 2000 تواصلت جهود التعاون والترابط بين أسواق الأوراق المالية العربية حيث تم التوقيع على اتفاقية التعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال بمصر تعمل بموجبها الهيئتان على زيادة وتنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار وتسهيل شروط إدراج الأوراق المالية وتنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في سوقين وتشجيع التعاون لوضع قواعد مشتركة للوسطاء الماليين .

¹ - جريدة الأهرام الإقتصادي العدد 126 بتاريخ 2004/02/09 من الموقع الإلكتروني: <http://ik.ahram.org.eg/ik/ahram/2004/2/9/barid0.htm> لوحظ يوم: 2010/10/06.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

2- إتفاقيات تبادل الإدراج

إلى جانب الإتفاقية الثلاثية للتعاون بين بورصات الأوراق المالية في مصر و الكويت و لبنان، وجدت إتفاقيات لتبادل الإدراج بين الأردن و البحرين و عمان، و" في عام 1997 وقعت الكويت و البحرين إتفاقا ثنائيا بإنشاء نظام تسويات مشترك لتيسير المعاملات و خفض تكاليف الإستثمار، و هو يماثل الإتفاق الذي وقعته الكويت و لبنان مع مصر"¹، هذا و تتجه البورصات العربية التي توجد بها قيود على مشاركة المستثمرين الأجانب إلى زيادة الإنفتاح، مثل ما تلجأ إليه بعض الدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي بإزالة القيود على أسهم رأس المال التي يمتلكها مواطنوا دول المجلس و ذلك في سبيل إقامة السوق الخليجية الموحدة.

كما تتفاوض دول المجلس الستة بشأن تشكيل إطار متعدد الأطراف لبورصات الأوراق المالية بها، من خلال توحيد التشريعات و أطر الشركات و ترتيبات التسوية و الإيداع و التحويلات فيما بين دول المجلس. تم خلال عام 2000 إدراج شركة السودان للاتصالات في سوق البحرين للأوراق المالية لتكون بذلك أول شركة سودانية تدرج خارج سوق الخرطوم للأوراق المالية².

وفي أبريل من عام 2001 بدأت أسواق الأوراق المالية في كل من سلطنة عمان و الكويت و مملكة البحرين بتنفيذ المرحلة الأولى من مشروع الربط الإلكتروني فيما بينها³.

وخلال عام 2002 تم توقيع على بروتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة تونس كما تم خلال الربع الثاني من هذا العام الاتفاق بين إدارتي سوق أبو ظبي للأوراق المالية و سوق دبي المالي على توحيد الكفالة المصرفية المقدمة من قبل الشركات المدرجة ومكاتب الوسطاء بحيث يتم تقديم كفالة واحدة فقط قدرها 10 مليون درهم بدلا من كفالة قدرها 10 مليون درهم لكل من السوقين كما هو الحال في الوقت الراهن⁴.

عام 2010 قامت هيئات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، بالخطوات الأولية على صعيد مشروع نظام موحد لإدراج الأسهم، وتبني لوائح محددة لإصدار و طرح الأوراق المالية⁵.

ثالثا: البورصة العربية الموحدة

ونظرا للصعوبات التي واجهت تطبيق تلك الإتفاقيات، وحرصا من الإتحاد على مواكبة التطورات والمستجدات في مجال الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية، ودعم أواصر التعاون بينها، وانفتاحها على بعضها البعض بإستخدام وسائل الإتصال الحديثة، تمهيدا لقيام تكتل مالي عربي في هذا المجال، أسوة بالتكتلات المالية الإقليمية والدولية، فقد سعى لإنشاء عدة مشاريع على المستوى القومي تكون بمثابة الركائز الأولية التي يعتمد عليها في فتح

¹ - اللجنة الإقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا إستجابة للعولمة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا الأمم المتحدة نيويورك 2004 ص 10.

² - التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2001، ص 126.

³ - التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2002، ص 241.

⁴ - التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2003، ص 120.

⁵ - التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2011، ص 145.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

بورصات الأوراق المالية العربية على بعضها البعض، كما ستساهم في تذليل الصعوبات التي حالت دون إنتقال رؤوس الأموال بينها في الماضي ومن هذه المشاريع: المؤسسة العربية للتقاص ، الشبكة العربية للأسواق المالية و البورصة العربية الموحدة، هذه الأخير التي تناولها من خلال هذا المطلب.

1- أهداف البورصة العربية الموحدة

وافق مجلس الإتحاد على الدراسة التي أعدتها الأمانة العامة بشأن إنشاء بورصة عربية لتداول الأسهم النشطة في بورصات الأوراق المالية العربية لتكون نواة لقيام تجمع مالي عربي يساعد في تحقيق¹:

- إقامة كيان مالي في المنطقة العربية، يكون قادرا على منافسة الكيانات الإقليمية الأخرى وعلى إجتذاب رؤوس الأموال العربية والأجنبية المستثمرة في الأسواق العالمية .
- التغلب على الصعوبات التي واجهت الإتحاد في الماضي، عند بحثه توحيد التشريعات والأنظمة المستخدمة في البورصات العربية لتبادل إدراج الأسهم بينها.
- الإستفادة من وسائل الإتصال الحديثة، خاصة في مجال الربط بين بورصات الأوراق المالية، لتطوير البورصات العربية بما يتلاءم مع مقتضيات العصر.
- إيجاد القناة المناسبة لفتح بورصات الأوراق المالية العربية على بعضها البعض أمام المستثمر العربي والأجنبي، لتكون نواة لقيام تكتل مالي عربي، يواجه التكتلات الإقليمية والدولية المماثلة.

تنشيط وتطوير المؤسسات العاملة في الأسواق المالية العربية، وإيجاد التعاون بينها، بما يساعد على سهولة إنتقال رؤوس الأموال العربية بين الدول العربية بلا حواجز أو قيود.

وقد نصت المادة الثالثة من قرار مجلس إتحاد أسواق المال العربية والخاص بتحديد أهداف السوق العربية للأوراق المالية على النحو التالي:

- 1- توسيع قاعدة التعامل في أسهم الشركات العربية عن طريق التعريف بها ونشر المعلومات اللازمة عنها وتسهيل تداولها.
- 2- تحقيق التنسيق والتعامل بين الأنشطة المالية و الإقتصادية وحركة رؤوس الأموال العربية.
- 3- تشجيع وتنمية الوعي الإستثماري العربي وتهيئة السبل أمام الإستثمار في الأوراق المالية العربية.
- 4- توطين الإستثمارات العربية والإستفادة منها فيما يعود بالنفع عليها وعلى مواطني الدول العربية.
- 5- حماية وضمن سلامة المعاملات التي تتم على أسهم الشركات المدرجة.

¹ - صعفر عبد الله الركيبي مشروع البورصة العربية في الملتقى السادس لمجتمع الأعمال العربي دمشق 27 - 29 أبريل 2002 من الموقع الإلكتروني: <http://fab-jo.org/doc.6/9.doc> لوحظ يوم: 2010/03/25.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

6- تشجيع مواطني الدول العربية ومواطني الدول الأخرى على الإستثمار في أسهم الشركات العربية.

7- توفير ونشر البيانات الدورية والسنوية التي تصدرها الشركات التي يتم إدراجها.

8- تنمية وتطوير الدور الذي يقوم به وسطاء الأوراق المالية على المستوى العربي و الإرتقاء به إلى المستويات العالمية.

9- إيجاد قنوات جديدة للتعامل في أسهم الشركات العربية من خلال وسطاء الأوراق المالية الذين يتم اعتمادهم.

10- جذب الإستثمارات المالية العربية وغير العربية وفتح المجال أمامها للإستثمار في الأوراق المالية العربية.

11- التعاون وتنمية الإتصالات مع بورصات وأسواق المال العربية والعالم.

2- إدارة البورصة و آلية عملها

كما نص قرار مجلس إتحاد أسواق المال العربية على تفاصيل إدارة هذه البورصة وآلية العمل فيها وشكل لذلك لجنة عليا تتولى الإشراف والرقابة على أعمالها والتأكد من أنها تدار لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها. ويدير البورصة مجلس إدارة يشكل كل سنتين من الأمين العام للإتحاد وأربعة أعضاء يختارهم ممثلو البورصات والأسواق الموقعة على إتفاقية تأسيس البورصة.

وفوض القرار مجلس الإدارة الإختصاصات والصلاحيات اللازمة لإدارة السوق وعلى وجه الخصوص:

1- شروط إدراج الشركات وتحديد رسوم الإدراج.

2- وضع شروط قيد الوسطاء الذين يجوز لهم مزاولة أعمال الوساطة وتحديد رسوم القيد وعمولة التداول.

3- وضع القواعد التنظيمية للتعامل في أسهم الشركات المدرجة وكيفية الرقابة عليها.

4- تحديد قواعد وإجراءات التسوية والتقصا ونقل الملكية.

5- تحديد الإجراءات التي تتبع عند حدوث ظروف إستثنائية تهدد حسن سير العمل في السوق.

كما تضمن القرار أحكاما تتعلق بقيد الأوراق المالية في السوق وكذلك قيد الوسطاء وتداول الأوراق المالية، وميزانية السوق العربية وإيراداتها، كما خصص مادة لتسوية المنازعات والتحكيم.

ولا شك أن قيام الإتحاد بتنفيذ هذا المشروع سيعد خطوة هامة على المستوى القومي، لأنه سيساهم في قيام علاقات مالية، وإرتباطات تعاقدية بين الكثير من المؤسسات المالية العربية، فضلا عن المتعاملين والمستثمرين في بورصات الأوراق المالية العربية، مما يساهم في إيجاد النواة الأولى لقيام السوق المالية العربية .

وقد جاءت هذه المشاريع إنسجاما مع القرارات الإقتصادية التي إتخذها مؤتمر القمة العربية الذي عقد في عمان في مارس 2001 والتي كان من بينها:

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

" الإسراع في تنسيق قواعد تنظيم عمليات الإدراج المشترك والتسوية والمقاصة من خلال إتفاقيات تعاون بين الأسواق المالية العربية، وتبادل المعلومات في الأسواق المالية للدول العربية بما يساعد على رفع كفاءتها " ومن الجدير بالذكر أن هذه هي المرة الأولى التي يتخذ فيها مؤتمر القمة العربي قراراً بهذا الشأن، وبهذا الشكل من التحديد والوضوح مما ألقى على عاتق الإتحاد القيام بمسئولية قومية كبيرة في هذا المجال، فالإتحاد لا يدخر وسعاً في القيام بهذا الدور، وفي مد العون إلى كافة المؤسسات الإقتصادية العربية التي تعمل على المستوى القومي، وفي مقدمتها إتحاد رجال الأعمال العرب لكي يكون هناك تعاون وثيق من أجل تحقيق الأهداف الإقتصادية المشتركة على المستوى القومي و تعزيز الدور التمويلي للبورصات العربية في التنمية الإقتصادية، والمساهمة في قيام نهضة إقتصادية عربية مشتركة.

المطلب الثالث: معوقات التعاون وآليات تجسيده بين بورصات الأوراق المالية العربية

التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية كغيره من مشاريع التعاون والتكامل بين الدول العربية، تحده العديد من العراقيل سواء تلك المتعلقة بالجانب الإداري والتشريعي، أو تلك المتعلقة بالجانب النقدي والمالي، أو الطابع الهيكلي لبورصات الأوراق المالية العربية، وفيما يلي أهم هذه المعوقات مع بعض الآليات المقترحة لتحقيق التعاون بين لبورصات الأوراق المالية العربية.

أولاً: معوقات التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

هناك العديد من المحددات التي حالت دون تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية أو تجسيد أي شكل من أشكال الربط فيما بينها، و إذا إستثنينا ضعف الإرادة السياسية، فإن المحددات تعزى إلى ثلاثة رئيسية¹: المحددات الإدارية و التشريعية، المحددات النقدية و المالية، المحددات البنوية.

1. المحددات الإدارية و التشريعية: بهدف حماية المدخرات الوطنية من التسرب إلى الخارج، و الحيلولة دون سيطرة الأجانب على المشروعات الوطنية، و كذا تنظيم عمليات التداول و حماية المستثمرين من محاولات الغش و التلاعب، ودعم الثقة في السوق؛ تلجأ كثيراً من الدول إلى وضع في تشريعاتها و نظمها الإدارية و التنظيمية شروطاً تتعلق بالترخيص لإدراج الأوراق المالية الأجنبية و شروط تملك و حيازة غير المقيمين لأوراق الشركات الوطنية.

ومن الملاحظ أن القيود التشريعية و الإدارية في الأحكام و القواعد التي تنظم التعامل في بورصات الأوراق المالية العربية، مازالت تحول دون إيجاد قنوات إتصال بين هذه البورصات، و دون إمكانية تحقيق أي إنفتاح لهذه البورصات على بعضها البعض.

¹ - سليمان المنذري الفرس الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية مرجع سبق ذكره ص 151.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

و لمعالجة الوضع و قبل التفكير في إقامة أي شكل من أشكال التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، يجب البدء في تعديل التشريعات و القوانين و النظم القطرية بما يسمح للشركات و الحكومات و المؤسسات و كذلك السماح للمواطنين العرب بحيازتها تطبيقاً لمبدأ المواطنة الإقتصادية العربية التي نص عليها ميثاق العمل الإقتصادي العربي.

2. **المحددات النقدية و المالية:** و هي القيود التي تتعلق بالرقابة على النقد و أسعار صرف العملات التي تضعها السلطات النقدية، و ذلك بهدف حماية رصيد العملات الأجنبية من التسرب، و الحفاظ على رؤوس الأموال الوطنية النزوح إلى الخارج و معالجة الخلل في ميزان المدفوعات، دون إهمال القيود تفرضها السياسة المالية من ضرائب على الدخل و الأرباح، و بسبب الأوضاع الإقتصادية التي تعيشها الدول العربية كتنامي العجز في موازين مدفوعاتها، و تدني نسبة ما لديها من النقد الأجنبي تلجأ هذه الدول و خاصة منها تلك المستوردة لرأس المال إلى فرض القيود على تحويل رؤوس الأموال، بينما تمثل حرية إنتقال رؤوس الأموال إحدى المقومات الأساسية لإيجاد قنوات الإتصال بين البورصات العربية للأوراق المالية.

تغطي هذه العقبة و تعزيز التعاون بين الدول العربية في مجال بورصات الأوراق المالية، لا يتطلب بالضرورة إلغاء قوانين الرقابة المعمول بها في هذه الدول بصفة تامة، و لكن بالإمكان تطبيق المعاملة التفضيلية داخل المجموعة العربية لأنواع معينة أو عمليات محددة من التحويلات الرأسمالية التي تقرها السلطات المختصة في الدول ذات النظم الرقابية، بما يتفق مع سياساتها و مصالحها الإقتصادية، و بما لا يؤدي إلى تسرب رؤوس أموالها إلى الخارج، و في هذا السياق يجب معاملة المستثمرين العرب المعاملة المناسبة لتيسير نشاطهم، و ذلك بالسماح لهم بإدخال رؤوس أموالهم بعملات أجنبية قابلة للتحويل و فتح الحسابات بتلك العملات، كما يسمح بإعادة تحويل هذه الأرصدة مع فوائدها بالعملات الأجنبية، و رغم ما يمكن أن يسببه هذا الإجراء من عدم الإستقرار في أسعار صرف العملات العربية، و إتباع بعض الدول لأكثر من سعر صرف لعملتها، إلا أنه يمكن معالجة هذه الأوضاع من خلال إرساء قواعد التعاون النقدي العربي على أسس سليمة و متدرجة، تنطلق في المرحلة الأولى من إستخدام الدينار العربي الحسابي كوحدة حسابية تستند إلى سلة من العملات العربية، يتم إستخدامه في تقييم أصول المؤسسات المالية و الشركات العربية المشتركة.

أما فيما يتعلق بالسياسة المالية و ما تفرضه الدول من ضرائب و رسوم على الدخل و أرباح غير المقيمين فيمكن علاج ذلك فيما تعقده الدول من إتفاقات لتفادي الإزدواج الضريبي.

3. **المحددات البنوية:** و هي تتعلق بهيكل بورصات الأوراق المالية العربية و أوجه القصور العديدة التي تعاني منها سواء من ناحية التشريعات و النظم التي تحكم الإصدار و التداول أو من ناحية الخلل المؤسسي و إفتقار هذه البورصات إلى دور الوساطة المتخصصة و مؤسسات التسويق للأوراق المالية و صانعي الأسواق و بيوت المقاصة، أو من ناحية قلة الأدوات المالية الجيدة و الطلب عليها، و هي إعتبرات تحكم طبيعة بورصات الأوراق المالية العربية و تقف حجر عثرة أمام تطور هذه البورصات و إمكانيات إنفتاحها.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

ثانياً: آليات تجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

لضمان تحقيق التعاون و التنسيق بين بورصات الأوراق المالية العربية لا بد من إعتداد أسلوب التدرج المرحلي، الأسلوب الذي يتطلب إتخاذ عدد من الإجراءات التنظيمية و التشريعية في كل مرحلة من مراحل هذا التعاون.

1. المرحلة التمهيديّة: الخطوة الأولى في مسيرة التعاون المنشود بين بورصات الأوراق المالية العربية، لا تتطلب

بالضرورة إتخاذ إجراءات قانونية تمس سيادة الدول، و لا حتى جزء من تلك السيادة و هي مجرد إجراءات تمهيدية و لكنها ضرورية تلتزم بها الدول العربية بإشراف الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية كما يلي¹:

➤ توحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في لغة التعامل اليومي في البورصات العربية وإعتداد اللغة العربية أساساً لذلك، من أجل تحقيق الهوية القومية و خلق لغة التفاهم المشترك. و يدعو إتحاد البورصات العربية إلى تشكيل لجنة مشتركة لخصر و تبويب المصطلحات و توحيدها في جميع البورصات القائمة.

➤ يضع الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية خطة للتعاون بين البورصات الأعضاء تقوم على أساس تبادل التجارب و الخبرات و تنظيم الدورات التدريبية لتعميق المفاهيم و تكوين الكوادر الوطنية الكفؤة التي تناط بها مهام إدارة البورصات.

➤ التعاون في مجال تقديم المساعدة الفنية و الخبرات القطرية للدول العربية الراغبة في إنشاء نواة لبورصات الأوراق المالية.

➤ عقد الندوات العلمية المتخصصة و الحلقات الدراسية و النقاشية لبحث المشاكل التي تعاني منها بورصات الأوراق المالية العربية و إيجاد الحلول العملية المناسبة لها.

➤ تقديم الدعم المادي و المعنوي للإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية و إقامة جهازه الفني و الإداري ليضطلع بالمهام المذكورة أعلاه، و تحقيق الأهداف التي أنشئ من أجلها.

➤ إرسال البعثات العلمية إلى الخارج للتدريب و الإطلاع على نظم العمل في البورصات العالمية، و تشجيع البحث العلمي في المعاهد و الجامعات العربية في مجال الأسواق المالية و إجراء الدراسات الميدانية لواقع الأسواق القائمة و مشاكلها و بحث سبل تذليلها.

2. مرحلة تنسيق التشريعات: المرحلة الثانية في سبيل تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية و تعزيزه،

تتطلب توافر الإرادة السياسية و ذلك لكون هذه المرحلة تتعلق بالإجراءات التشريعية لإرساء قواعد التعاون المالي في إطار ربط البورصات العربية بعضها ببعض، و عليه لا بد من القيام بمجموعة من التدابير كما يلي:

1.2 المجموعة الأولى: تعديل و تطوير التشريعات القطرية التي تحكم نظم التعامل في البورصات العربية، من

أجل²:

¹ - سليمان المنذري الفرص الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية مرجع سبق ذكره ص 161.

² - المرجع السابق، ص 162.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

- تنظيم الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية العربية و خضوعها لقواعد موحدة.
 - تنظيم تبادل هذه الإصدارات و تحديد شروط قيدها في الأسواق الثانوية المنظمة و الأسواق الموازية بما يتفق و السيادة القطرية.
 - تحديد الأجهزة الرسمية المختصة بمراقبة الإصدارات التي يمكن تبادلها بين البورصات العربية.
 - وضع الحدود الدنيا للبيانات الواجب الحصول عليها دوريا عن الشركات العربية المساهمة التي يجري التعامل بأوراقها في كل البورصات القائمة و تحديد نموذج النشرة الخاصة بإشهار المعلومات لمختلف البورصات العربية.
 - تنظيم مهنة الوساطة في الأوراق المالية.
- ومن أجل تيسير تداول الأوراق المالية في البورصات العربية، من الأفضل إستحداث نظام مشابه لنظام "إيصالات الإستلام الأوروبية" (CDR'S) الذي يتم بموجبه تبادل هذه الإيصالات بوصفها أداة تثبت إيداع الأسهم في البلد الذي ينشأ فيه السهم، بدلا من التبادل بالسهم نفسه في البورصات الأخرى، و تكون إيصالات الإستلام هذه مقومة بمختلف العملات العربية التي يتم فيها شراء الأسهم و يجري التداول فيها لغير المقيمين فقط، و بالتالي تكون معفاة من الضرائب القطرية و تكون قابلة للتحويل من بلد عربي إلى آخر.
- إلا أن الأهم من هذه التشريعات هو تحديد من يقوم بتنفيذها في كل بلد عربي، فتحديد الأجهزة المختصة التي تقوم بتطبيق هذه التشريعات تعتبر خطوة أساسية نحو ربط البورصات العربية مع بعضها البعض.
- ### 2.2 المجموعة الثانية: تنشيط دور المؤسسات المالية العربية على المستوى القومي في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، بإمكان الصناديق و المؤسسات المالية العربية من أن تؤدي دورا هاما في المساعدة بشكل مباشر في تغطية الفجوة القائمة بين المدخرين و المستثمرين عن طريق طرح سندات يسمح بالإكتتاب فيها للمؤسسات المالية من بنوك و شركات تأمين أو الأفراد، كما تستطيع هذه الصناديق ضمان أو تعهد إصدار سندات محلية، و الإكتتاب في المشروعات الإقتصادية ذات الطبيعة القومية أو القطرية بما يطرح من أوراقها، و ذلك وفقا لمواثيق إنشاءها.
- ### 3.2 المجموعة الثالثة: إقامة شركات مساهمة عربية، وكانت المحاولة الأولى لقيام المشروعات و الشركات العربية المشتركة عام 1956 على مستوى الحكومات العربية، أما المحاولة الثانية فقد بدأت منذ عام 1982 ، أما على مستوى القطاع الخاص فقد إنبثق عن المؤتمر الأول و الثاني لرجال الأعمال و المستثمرين العرب شركتان مشتركتان هما الشركة العربية للإستثمار الزراعي و الشركة العربية للإستثمارات السمكية و قد طرحت الشركة الأولى أسهمها للإكتتاب العام فساهم فيها مستثمرون عرب من عدة دول عربية. و في هذا المجال يجب وضع تشريع عربي موحد يعطي الشخصية العربية للشركة المشتركة التي تتم في إطار الدول العربية، لأن الوضع الحالي يفرض على كل شركة مساهمة جنسية بلد المقر و بالتالي تخضع لما تخضع له الشركات القطرية.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

4.2 المجموعة الرابعة: تشجيع إقامة أجهزة استثمار عربية حتى تتمكن البورصات العربية من تأدية دورها في إطار التكامل المالي العربي، يقتضي الأمر إقامة أجهزة الإستثمار العربية المناسبة التي تقوم بالتعامل في الأوراق المالية ذات الطبيعة القومية.

5.2 المجموعة الخامسة: وضع إتفاقية لتجنب الإزدواج الضريبي، وعلى الرغم من إبرام إتفاقية من هذا النوع عام 1974 بين دول مجلس الوحدة الإقتصادية العربية فإن عدد الدول المنضمة إليها لم يتجاوز الأربعة، و مع ذلك يجب إعادة النظر في هذه الإتفاقية و تعديلها لأنها تركز فقط على الأرباح المحققة في كل بلد.

6.2 المجموعة السادسة: الحاجة إلى شبكة إتصالات متطورة يتطلب التعامل في بورصات الأوراق المالية سرعة الإتصال و المعرفة، و عليه كلما كانت هناك شبكة إتصالات سريعة بين البلدان العربية وبينها و بين العالم الخارجي كلما تمتعت هذه البورصات بقدر من المرونة و الفاعلية. و في هذا الصدد يجب إنشاء مركز قومي للمعلومات المالية لدى الأجهزة العربية الأساسية كصندوق النقد العربي و الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية.

7.2 المجموعة السابعة: تطوير مهنة المحاسبة و المراجعة، إن مهمة المحاسبين و المراجعين هي إثبات الوضع المالي للشركات بدقة، و يعتبرون مسئولين عما يقدمونه من تقارير في هذا الشأن للجمعيات العمومية، أو أجهزة الرقابة على الشركات المساهمة، أو لبورصات الأوراق المالية المسجلة فيها هذه الشركات، الأمر الذي يقتضي وجود تشريع يحدد مؤهلات المحاسبين و المراجعين و قيدهم في سجلات.

3. المرحلة النهائية: تفترض هذه المرحلة توافر خطة شمولية تكاملية يراد بها تحقيق و حدة إقتصادية و نقدية و خلق سيولة مالية مشتركة وما يصحب ذلك من تحرير أنظمة الرقابة على النقد في الدول العربية و إنتقال رؤوس الأموال فيما بينها بحرية تامة، و عندئذ يكون في ميسور المواطنين العرب حيازة و تداول الأوراق المالية المحررة بالعملات الحرة. ولعل تحرير أنظمة الرقابة على النقد سوف يزيل أكبر عقبة تحد من قيام سوق مالية عربية، لأنه ومن أساسيات قيام هذه الأخيرة إلغاء نظم الرقابة على النقد و إقامة منطقة عربية نقدية.

المطلب الرابع: اختبار تكامل وتعاون بورصات الأوراق المالية العربية من خلال السلاسل الزمنية

سنحاول في هذا المطلب أن نطبق منهجية التكامل لكشف مدى تزامن مؤشرات الأسعار لبورصات الأوراق المالية، بهدف معرفة مدى تكامل وتعاون هذه البورصات فيما بينها.

أولاً: منهجية الدراسة

سيتم عرض الخطوات التي تم إتباعها بدءاً بعرض البيانات مع تقديم بشكل مختصر للاختبارات القياسية المستخدمة في التحليل في هذا الجزء:

1 بيانات الدراسة: بغرض تحقيق أهداف الدراسة، واختبار إشكالياتها تم جمع البيانات اللازمة لدراسة تكامل وتعاون بورصات الأوراق المالية العربية لعينة مكونة من اثنا عشر (12) دولة تمثلت في: الأردن، تونس،

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الجزائر، الكويت، المغرب، المملكة العربية السعودية، جمهورية مصر العربية، عمان، لبنان، قطر خلال الفترة 2009-2017 بتردد فصلي لمؤشرات أسعار بورصات الأوراق المالية العربية، محسوبة بمؤشر صندوق النقد العربي (أنظر الملحق) الذي ينشره الصندوق في النشرات الفصلية لبورصات الأوراق المالية العربية على الموقع الإلكتروني للصندوق، وقد تم اختيار هذه الفترة حسب ما توفر من بيانات.

2 تقديم وإجراء الاختبارات القياسية المستخدمة في الدراسة: سوف نقوم بتقديم تعاريف ومفاهيم مبسطة ومختصرة للادوات و الاختبارات القياسية المستعملة: اختبارات الاستقرارية، اختبار السببية لجرنجر واختبار التكامل المشترك لجوهانسون.

● **اختبارات الاستقرارية:** وتسمى أيضا باختبارات جذر الوحدة، وهو يعتبر خطوة أساسية ومهمة لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية قيد الدراسة، ومن خلاله يتم تحديد درجة تكامل هذه السلاسل الزمنية، لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة ولتجنب الوقوع في ظاهرة الانحدار الزائف، والذي يعني أن العلاقة بين متغيرين أو أكثر من المتغيرات الاقتصادية تعبر عن علاقة زائفة، وهناك عدة أساليب لإجراء هذا الاختبار، إلا أن أهمها هو اختبار ديكي فور المطور أو الموسع (ADF) وفيليس بيرون (PP).

● **اختبار ديكي فور المطور (1981) Augmented Dickey Fuller (ADF):** يعد من أهم وأحسن اختبارات جذر الوحدة لأنه يستخدم في نماذجه الفروق ذات الفجوات الزمنية للتخلص من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء، وهو يضم ثلاث نماذج متمثلة في:

$$\begin{cases} \Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta Y_{t-j} + \mu_t \dots \dots \dots (04) \\ \Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta Y_{t-j} + c + \mu_t \dots \dots \dots (05) \\ \Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta Y_{t-j} + bt + c + \mu_t \dots \dots \dots (06) \end{cases}$$

حيث: P فترة التأخر وتحدد بأقل قيمة للمعايير: Schwarz (SC), Hannan-Quinn, Akaike (AC), (HQ)

ويتم قبول الفرضية الصفرية (السلسلة الزمنية غير مستقرة؛ وجود جذر وحدة) إذا كانت القيمة المطلقة لـ t المحسوبة اقل من القيمة المطلقة لـ t الجدولية، وهنا لا بد من إعادة الاختبار مرة أخرى لكن بعد اخذ الفروق الأولى، وهكذا حتى تستقر السلسلة، أما إذا كان القيمة المطلقة لـ t المحسوبة أكبر من القيمة المطلقة لـ t الجدولية فإننا نرفض الفرضية الصفرية نقبل الفرضية البديلة (السلسلة مستقرة؛ أو عدم وجود جذر الوحدة)، وإذا تحقق هذا عند المستوى فإنه يقال أنها متكاملة من الدرجة الصفر ($I(0)$)، أما إذا تطلب الأمر الانتقال إلى الفروق ($d, 2, 1, \dots$) لجعلها مستقرة فنقول أنها متكاملة من الدرجة d ونكتب ($I(d)$).

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

- اختبار فيليبس بيرون (PP) (Phillips & perron, 1988): يختلف اختبار PP عن اختبار ADF في أنه لا يحتوي على قيم متباطئة للفروق، والذي يأخذ في الاعتبار الارتباط في الفروق الأولى في السلسلة الزمنية باستخدام التصحيح غير المعلمي، ويسمح بوجود متوسط لا يساوي صفراً واتجاه خطي للزمن، إلا أنه يقوم على نفس صيغ اختبار ديكي فولر المطور كما يتم استخدام نفس القيم الحرجة.

- اختبار السببية لجرنجر (1988): نقصد بالسببية بمفهوم جرانجر أن معرفة القيم التاريخية لقيم المتغير (X) (المتغير الداخلي) سوف تحسن من التنبؤ بقيم المتغير (Y) (المتغير الخارجي)، أو بمعنى آخر التغير في القيمة الحالية والماضية لمتغير يسبب التغير في متغير آخر، ويتضمن هذا الاختبار نموذج الانحدار الذاتي التالي:

$$Y_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^p \delta_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^q \lambda X_{t-j} + \mu_t$$

$$X_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha X_{t-i} + \sum_{j=0}^m \beta Y_{t-j} + v_t$$

حيث: $(\delta_i, \lambda, \beta, \alpha_i)$ معلمات يراد تقديرها، (μ_t, v_t) حدين عشوائيين يتباين ثابت ومتوسط حسابي يساوي صفراً، ويتم تقدير المعادلتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى، ويعتمد اختبار السببية على اختبار فيشر للتعرف على معنوية المعلمات الحالية والسابقة، فإذا كانت قيمة فيشر (F_c) المحسوبة أصغر من القيمة الحرجة لفيلشر (F_t) فإننا نرفض الفرضية الصفرية والتي تفترض وجود علاقة سببية بين المتغيرين، ونقول أن المتغير X يسبب في المتغير Y.

- اختبار التكامل المشترك لجوهانسون: يعتبر كل من (Clive Granger – Paul Newbold) أول من مهد لوضع أسس التكامل المشترك co-integration سنة 1974 لحل مشكل الانحدار الزائف في حالة السلاسل غير المستقرة، وقد اعتمدا على مقاربة منهجية Box – Jenkins إلا أن فكرتهما جعلت السلاسل الزمنية المدروسة تفقد معلومات في المدى الطويل. في منتصف الثمانينات بدأت الآراء تتمحور لحل هذا المشكل، فظهرت تقنية تقنية التكامل المشترك في أعمال جرانجر (Granger) سنة 1983، ثم طورها انجل – جرانجر (ENGELE-GRANGER) سنة 1987، وأعتبره العديد من الاقتصاديين كمفهوم جديد لقياس المتغيرات الاقتصادية، وله أهمية كبرى في مجال القياس الاقتصادي وتحليل السلاسل الزمنية، اعتمدت دراسات (ENGELE-GRANGER) على سلسلتين زمنيتين فقط مما كان عائقاً أمام الدراسات متعددة المتغيرات، واعتبر هذا عجزاً في الطريقة، فاقترح كل من JOHANSEN و STCK-WATSON سنة 1988 أسلوباً جديداً يعتمد على مقدرات المعقولة العظمى، وفي سنة 1990 تم تطوير هذه المنهجية في دراسات JOHANSEN – JUSELIUS) ثم قام Johansen بإعطاء فكرة أوضح عن هذه عن التقنية الجديدة سنة 1991.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

يتم من خلال هذا الاختبار التحقق من وجود توازن طويل الأجل بين السلاسل الزمنية المستقرة عند نفس الدرجة، ويتم ذلك عن طريق إجراء اختبارين وهما اختبار الأثر واختبار القيمة الذاتية العظمى:

1.3.2 اختبار الأثر: يتم اختبار فرضية أن هناك على الأكثر q شعاع للتكامل المشترك مقابل النموذج العام الغير مقيد $r = q$ و يتم حساب إحصائية هذا الاختبار وفق العلاقة التالية:

$$\lambda_{trace} = -T \sum_{i=r+1}^n \log(\hat{\lambda}_i)$$

T : حجم العينة.

r : عدد أشعة التكامل المشترك

λ : اصغر قيم للأشعة الذاتية $r = q$.

حيث يتم اختبار فرضية العدم أن عدد متجهها التكامل المشترك $r \geq$ مقابل الفرضية البديلة أن عدد

متجهات التكامل المتزامن يساوي r و $r = 0,1,2$

1.3.2 اختبار القيمة الذاتية العظمى: ويتم حساب هذه الإحصائية وفق العلاقة التالية:

$$\lambda_{max} = -T \log(1 - \hat{\lambda}_i)$$

حيث يتم اختبار فرضية العدم أن عدد أشعة التكامل المشترك يساوي r مقابل الفرضية البديلة أن عدد

أشعة التكامل المشترك يساوي $r + 1$

ثانيا: مناقشة وتحليل النتائج

سيتم في هذه النقطة إجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة مع دراسة الارتباط فيما بين بورصات الأوراق المالية العربية؛

1. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: من خلال الجدول المرفق في الملحق رقم (3-1) والذي يلخص

خصائص الإحصاء الوصفي مؤشر عائد الأسواق المالية لبورصات الدول العربية قيد الدراسة: البحرين، الجزائر،

مصر، الأردن، الكويت، المغرب، عمان، قطر، السعودية، تونس، الإمارات العربية المتحدة، لبنان، يتضح أن

الأسعار القصوى تتراوح بين (100.1 و 1215)، أما الأسعار الدنيا فتتراوح بين (60.6 و 375.6)،

حيث حقق مؤشر بورصة قطر أعلى متوسط للأسعار $r=754.4942$ خلال فترة الدراسة، على غرار ذلك

فقد حققت البورصة الجزائرية خلال نفس الفترة مستوى محتشم إذ بلغ قيمته المتوسطة $r=76.88222$.

كما قد سجلت كل من بورصتي تونس والجزائر اقل انحراف (8.276371 و 12.91536 على

التوالي) مقارنة بالبورصات الأخرى ويرجع ذلك إلى ثبات عملية التداول وما له من تأثير على القيم المتداولة

فيها.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

أما بالنسبة لمعاملات الالتواء فقد جاءت موجبة بمعنى أن شكل توزيعها الإحصائي يلتوي نحو اليمين أي أن هناك التواء عن التوزيع الطبيعي، ماعدا مؤشر العائد الخاص ببورصتي الأردن وعمان فقد حققنا معامل التواء سالب، بمعنى أن شكل التوزيع غير متماثل من اليسار، وترفض فرضية التوزيع الطبيعي. مما سبق يمكن القول أن سلاسل مؤشرات بورصات عينة الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى المعنوية 5%، و هذا ما أثبتته إحصائية Jarque-Bera، حيث أن الاحتمال الموافق لها أكبر من 0.05.

2. دراسة ارتباط بورصات الأوراق المالية: يمثل الجدول الموالي مصفوفة الارتباط بين مؤشر العائد للأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية قيد الدراسة والبالغ عددها 12 دولة، للفترة الفصلية الممتدة من الفصل الأول من سنة 2009 إلى غاية الفصل الرابع من سنة 2017؛

الجدول (3-13): مصفوفة الارتباط بين عوائد أسواق الأوراق المالية

	R_BHR	R_DZA	R_EGY	R_JOR	R_KWT	R_LBN	R_MAR	R_OMN	R_QAT	R_SAU	R_TUN	R_UAE
R_BHR	1											
R_DZA	5-0.7	1										
R_EGY	0.08	-0.42	1									
R_JOR	6-0.3	4-0.0	70.6	1								
R_KWT	0.28	80.0	7-0.1	2-0.1	1							
R_LBN	10-0.	3-0.1	700.	80.3	8-0.3	1						
R_MAR	00.3	-0.18	60.3	4-0.1	6-0.2	30.6	1					
R_OMN	10.6	4-0.1	2-0.2	50-0.	700.	-0.17	10.1	1				
R_QAT	70.4	10-0.	6-0.1	20-0.	40.5	40-0.	8-0.2	60.6	1			
R_SAU	-0.04	0.39	70.0	50.1	70.6	-0.16	1-0.2	50.4	90.5	1		
R_TUN	0.06	-0.14	80.3	-0.09	6-0.2	20.5	60.5	0.09	-0.12	7-0.0	1	
R_UAE	0.47	-0.12	-0.16	-0.28	0.70	-0.38	-0.32	0.69	0.87	0.54	-0.24	1

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8

من خلال نتائج الجدول أعلاه، يتضح أن مؤشر العائد على الأسواق المالية العربية ارتبطت فيما بينها بدرجات متفاوتة وإشارات مختلفة بين السالب والموجب، ومعظمها جاءت قيم متدنية وذلك راجع لتواضع البعض من هذه البورصات وخاصة فيما يتعلق بكل من بورصة الجزائر، تونس، مصر والمغرب يرجع هذا لاحتشام العوائد المحققة فيها.

يعتبر معامل الارتباط احد المؤشرات الأولية لتكامل الأسواق إلا انه غير كافي لان المعلومات التاريخية لأحد الأسواق لا تسمح بالتنبؤ بالأسعار في سوق آخر، بمعنى أن وجود علاقة ارتباط بين المتغيرات لا تعني بالضرورة وجود علاقة سببية بين هذه المتغيرات، وهو ما سنحاول مناقشته في النقطة الموالية؛

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

ثالثاً: تحليل النتائج القياسية

1. اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (ADF & PP): نقوم فيما يلي باختبار الاستقرارية باستخدام كل من اختبار ديكي وفولر الموسع واختبار فيليبس وبيرون عند المستوى ونتائج هذا الاختبار ملخصة في الجدول الموالي:

الجدول (3-14): نتائج اختبارات الاستقرارية عند المستوى لبورصات عينة الدراسة

القرار	PP			ADF			الأسواق
	prob	القيمة الحرجة	PP Statistic	prob	القيمة الحرجة	ADF Statistic	
غير مستقرة	0.8807	-4.24364 à 1 %	-1.2627	0.5666	-4.24364 à 1 %	-2.0225	R_BHR
غير مستقرة	0.7763		-1.5907	0.8040		-1.5180	R_DZA
غير مستقرة	0.4119		-2.3218	0.5594		-2.0408	R_EGY
غير مستقرة	0.4813		-2.1878	0.4481		-2.2512	R_JOR
غير مستقرة	0.4473	-3.54428 à 5 %	-2.2527	0.5306	-3.54428 à 5 %	-2.0949	R_KWT
غير مستقرة	0.0218		-3.9160	0.5682		-2.0220	R_LBN
غير مستقرة	0.8721		-1.2974	0.9667		-0.6825	R_MAR
غير مستقرة	0.0610		-3.4501	0.0610		-3.4501	R_OMN
غير مستقرة	0.8332	-3.20467 à 10 %	-1.4327	0.8623	-3.20469 à 5 %	-1.3346	R_QAT
غير مستقرة	0.2256		-2.7461	0.2399		-2.7073	R_SAU
غير مستقرة	0.1467		-2.9994	0.1467		-2.9994	R_TUN
غير مستقرة	0.3448		-2.4596	0.3594		-2.4286	R_UAE

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8

من خلال نتائج الجدول أعلاه يتضح عدم استقرارية كل السلاسل الزمنية عند المستوى وذلك كون القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة لإحصائية ديكي فولر المطور وفيليبس وبيرون كلها اقل من القيم الحرجة بالقيمة المطلقة عند جميع المستويات (1%، 5%، و10%) مما يعني قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، أي أنها ليست مستقرة عند المستوى، ويؤيد هذا القرار قيمة الاحتمال الموافقة لكل مؤشر إذ هي أكبر من مستويات المعنوية، الأمر الذي دفعنا إلى اختبار استقراريتها عند الفرق الأول ونتائجه مبينة في الجدول الموالي:

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

الجدول (3-15): نتائج اختبارات الاستقرار عند الفرق الأول لبورصات عينة الدراسة

القرار	PP			ADF			الأسواق
	Prob	القيم الحرجة critical values	PP Statistic	prob	القيم الحرجة critical values	ADF Statistic	
مستقرة	0.0000	-4.25288 à 1 %	-13.9476	0.0000	-4.25288 à 1 %	-9.7899	R_BHR
مستقرة	0.0408		-3.6811	0.0408		-3.6811	R_DZA
مستقرة	0.0001		-6.1659	0.0001		-6.1801	R_EGY
مستقرة	0.0000		-6.6151	0.0000		-6.5150	R_JOR
مستقرة	0.0001	-3.54849 à 5 %	-5.9102	0.0001	-3.54849 à 5 %	-5.9106	R_KWT
مستقرة	0.0000		-6.7312	0.0113		-4.2134	R_LBN
مستقرة	0.0003		-5.6533	0.0003		-5.5749	R_MAR
مستقرة	0.0001		-6.2112	0.0001		-6.1351	R_OMN
مستقرة	0.0000	-3.20709 à 10 %	-6.6894	0.0000	-3.20709 à 10 %	-6.7375	R_QAT
مستقرة	0.0000		-7.6995	0.0000		-7.7336	R_SAU
مستقرة	0.0018		-4.9363	0.0018		-4.9407	R_TUN
مستقرة	0.0000		-6.2978	0.0001		-6.2396	R_UAE

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8

من خلال نتائج الجدول أعلاه يتضح عدم استقرارية كل السلاسل الزمنية عند المستوى وذلك كون القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة لإحصائية ديكي فولر المطور وفيليس وبيرون كلها أكبر من القيم الحرجة بالقيمة المطلقة عند جميع المستويات (1%، 5% و 10%) مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، أي أنها مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى، ويؤيد هذا القرار قيمة الاحتمال الموافقة لكل مؤشر إذ هي أقل من مستويات المعنوية (1%، 5% و 10%)، وبما أن جميع السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الدرجة فإن هذا يعني إمكانية وجود تكامل مشترك فيما بينها وهو ما سنختبره في النقطة الموالية.

2. اختبار التكامل المشترك بين أسواق الأوراق المالية العربية: سنحاول اختبار وجود تكامل مشترك بين

أسواق الأوراق المالية العربية وذلك بالاعتماد على اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى المتعلقين باختبار

التكامل المشترك لجوهانسن 1988 Johansen

• اختبار الأثر: نتائج هذا الاختبار ملخصة في الجدول التالي:

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

الجدول (3-16): نتائج اختبار الأثر

Date: 10/26/19 Time: 16:34
 Sample (adjusted): 2009Q3 2017Q4
 Included observations: 34 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: R_BHR R_DZA R_EGY R_JOR R_KWT R_LBN R_MAR R_OMN R_QAT R_SAU R_TUN R_UAE
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.999951	993.2820	285.1425	0.0000
At most 1 *	0.996457	655.8799	239.2354	0.0000
At most 2 *	0.985655	464.0223	197.3709	0.0001
At most 3 *	0.904508	319.7137	159.5297	0.0000
At most 4 *	0.878231	239.8573	125.6154	0.0000
At most 5 *	0.792891	168.2661	95.75366	0.0000
At most 6 *	0.680730	114.7327	69.81889	0.0000
At most 7 *	0.578107	75.91424	47.85613	0.0000
At most 8 *	0.514361	46.57208	29.79707	0.0003
At most 9 *	0.338250	22.01425	15.49471	0.0045
At most 10 *	0.209122	7.976782	3.841466	0.0047
At most 11	0.002235	0.236593	3.481465	0.2653

Trace test indicates 11 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8

وتشير نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين مؤشرات عائد الأسواق المالية العربية قيد الدراسة والمبينة في الجدول أعلاه ان القيم المحسوبة لاختبار الأثر اقل من القيم الحرجة، وبالتالي قبول فرضية العدم H_0 بأن هناك أكثر من عشرة أشعة للتكامل المشترك، ورفض الفرضية البديلة H_1 التي تقر بوجود عشرة أشعة للتكامل المشترك على الأكثر (At most 10)، مما يدل على وجود توليفة خطية ساكنة بين المتغيرات محل الدراسة، وكذلك تؤكد هذه النتيجة وجود علاقات توازنية طويلة الأجل بينها، مما يعني أنها لا تبتعد عن بعضها البعض كثيراً بحيث تظهر سلوك متشابه خلال مدة الدراسة.

● اختبار القيمة الذاتية العظمى: تم تطبيق اختبار القيمة الذاتية العظمى على مستوى مؤشرات عائد

بورصات الأوراق المالية العربية، ونتائجه مبينة في الجدول الموالي:

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

الجدول (3-17): نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.999951	337.4021	70.53513	0.0001
At most 1 *	0.996457	191.8576	64.50472	0.0000
At most 2 *	0.985655	144.3086	58.43354	0.0000
At most 3 *	0.904508	79.85633	52.36261	0.0000
At most 4 *	0.878231	71.59128	46.23142	0.0000
At most 5 *	0.792891	53.53340	40.07757	0.0009
At most 6 *	0.680730	38.81841	33.87687	0.0118
At most 7 *	0.578107	29.34216	27.58434	0.0294
At most 8 *	0.514361	24.55783	21.13162	0.0158
At most 9 *	0.338250	14.63747	14.26460	0.0243
At most 10 *	0.209122	7.976782	3.841466	0.0047
At most 11	0.002235	0.236593	3.481456	0.2653

Max-eigenvalue test indicates 10 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8

من خلال نتائج الاختبار الموضح في الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الذاتية العظمى أكبر من القيمة الحرجة عند مستوي الدلالة 5% مما يعني رفض الفرضية الصفرية التي ترى عدم وجود أي شعاع للتكامل المشترك و قبول الفرضية البديلة والقائلة بأن هناك عدد أشعة للتكامل المشترك أكبر من عشرة أشعة مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 التي تقر بوجود عدد أشعة للتكامل المشترك أكبر أو يساوي الواحد (At most 10)، ورفض الفرضية الصفرية H_0 ومنه تقرر بأن هناك عشرة أشعة للتكامل المشترك على الأكثر.

● اختبار سببية بورصات الأوراق المالية العربية: إن اختبار العلاقة السببية يقوم على اختبار الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود علاقة سببية أو تأثير في المدى القصير بين X و Y الممثلة وفق الانحدار الذاتي، حيث سنقوم بإجراء اختبار السببية لجراجر بهدف معرفة مدى تأثير البورصات على بعضها البعض، ونتائج هذا الاختبار مبينة في الملحق (3-2).

من خلال نتائج الملحق (3-2)، والخاص باختبار سببية جرانجر السلاسل الزمنية يتضح أن جميع الاحتمالات الثنائية المحققة في جميع الأسطر أكبر من 0.05، وعلى هذا الأساس نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أن السوق A لا تسبب السوق B ، أي أن جميع هذه الأسواق لا تأثر ولا تستجيب لبعضها البعض، غير أننا في بعض الحالات نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة وتمثل في أن بورصة تونس تؤثر على البورصة المصرية، والبورصة الإماراتية تؤثر على البورصة الأردنية والبورصة الكويتية تؤثر على البورصة اللبنانية، والبورصة القطرية تؤثر على كل من البورصة الكويتية والمغربية عند مستوى الدلالة 5%، والبورصة السعودية تؤثر على البورصة المغربية، حيث أن الاحتمال الموافق لهذه الحالات كلها اقل أو تساوي 0.05.

الفصل الثالث: واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

خلاصة الفصل:

من أجل الوقوف على واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية تطرقنا إلى الإطار النظري لعملية التعاون بين بورصات الأوراق المالية، ثم إلى وضعية التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية بعرض التجارب العربية في المجال، كما أجرينا اختبارا لتكامل وتعاون بورصات الأوراق المالية العربية من خلال السلاسل الزمنية، و عليه خلنا بالنتائج التالية:

- توجد العديد من السبل والوسائل لإقامة تعاون أو إرساء صلات بين البورصات المختلفة. وتعتمد آليات ذلك في معظم الحالات على هيكل كل بورصة وعلى القدرات التي تتمتع بها.

- التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية يضع مسؤوليات هامة على عاتق هذه الدول، من بينها وضع الإطار التنظيمي للإشراف على عمليات تلك الأسواق وإجراء التعديلات اللازمة على القوانين الوطنية. و مما لاشك فيه أن المواءمة بين مختلف النظم المؤسسية والقانونية من شأنه ترسيخ مركز تلك الأسواق في البلدان المشاركة.

- لقد تمكنت الأسواق الأوراق المالية العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل في بينها وذلك من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية وتهدف هذه الاتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين الأسواق الأوراق المالية العربية.

- فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية وتنظيم وتسهيل آليات و عمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتخفيف عمليات الإدراج المشترك.

- من الدراسة التطبيقية توصلنا إلى أنه يوجد أكثر من عشرة أشعة للتكامل المشترك وهو ما يدل على وجود علاقة طويلة الأجل بين عوائد البورصات المالية العربية قيد الدراسة و أن أسعارها تتقارب مع بعضها البعض في الزمن البعيد.

أما العلاقة بين التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية وتحرير تجارة الخدمات المالية فسنستطرق إليها في الفصل الموالي.

الفصل الرابع

أثر تحرير تجارة الخدمات المالية

على التعاون بين

بورصات الأوراق المالية العربية

-دراسة قياسية-

تمهيد:

كان التبادل التجاري أحد أهم المداخل الرئيسية لتحقيق التكامل الاقتصادي العربي، والذي تبنته الدول العربية منذ بدايات العمل العربي المشترك وفي سبيل ذلك أبرمت الدول العربية عددا من الاتفاقيات استهدفت تحرير التجارة البينية كان من بينها البرنامج التنفيذي لإقامة منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى الذي بدأ في العام 1998، ومنذ مطلع العام 2005، أصبحت السلع الصناعية والزراعية ذات المنشأ العربي المتبادل بين الدول الأعضاء في منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى، غير خاضعة للرسوم الجمركية والرسوم والضرائب ذات الأثر المماثل، الأمر الذي قد ساهم في زيادة التبادل التجاري البيني، وبصفة عامة، لا تزال أدوات التكامل الاقتصادي العربي تركز على تحرير التجارة البينية للسلع، غير أن عملية تحرير التجارة البينية في الخدمات أصبحت تلقي المزيد من الاهتمام في إطار منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى من جهة، ومن جهة أخرى مواكبة لاتفاقيات تحرير تجارة الخدمات بموجب المنظمة العالمية للتجارة، حيث تقوم إحدى عشرة دولة عضو في المنطقة بالتفاوض منذ العام 2003 للتوصل إلى اتفاقية لتحرير التجارة البينية في الخدمات، على أن تتضمن إلتزامات بتحرير تجارة الخدمات بصورة أشمل من الإلتزامات والتعهدات التي تعهدت بها الدول العربية إلى منظمة التجارة العالمية؛

من خلال هذا الفصل نتطرق بالتحليل إلى أهمية تجارة الخدمات في الإقتصاديات العربية ومبررات التعاون بين الدول العربية لتحريرها، وكذا إلتزامات الدول العربية بموجب الإتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية محاولين قياس أثر هذه الإتفاقية على التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية، وذلك بتقسيم الفصل إلى المبحثين التاليين:

المبحث الأول: موقف بورصات الأوراق المالية العربية من تحرير تجارة الخدمات المالية

المبحث الثاني: قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات

الأوراق المالية العربية باستخدام نماذج بانل

المبحث الأول: موقف الدول العربية من تحرير تجارة الخدمات المالية

يعد تحقيق تكامل إقليمي إقتصادي أعمق هدف بالنسبة للدول العربية، ولعل تحرير التجارة في الخدمات بصفة عامة والخدمات المالية بصفة خاصة، له بالغ الأثر في لتوسيع مبادرات التكامل الإقتصادي الإقليمي العربي، من خلال هذا المبحث نسلط الضوء على موقف الدول العربية من تحرير تجارة الخدمات المالية، وذلك بالتطرق إلى المطالب التالية؛

المطلب الأول: واقع تجارة الخدمات المالية العربية

الدول العربية متباينة من حيث الحجم والبنى الإقتصادية والإجتماعية والموارد المتاحة، ومن خلال المقارنات بين حصص قطاع الخدمات في الدول العربية فرادى ظهر هذا التنوع، فهناك دول تعتمد على النفط، تؤدي فيها الخدمات دورا هامشيا، وهناك دول إقتصادياتها متنوعة تحتل فيها الخدمات مكانة مركزية كما في الدول المتقدمة، وهذا ما نبرزه فيما يلي:

أولا: أهمية الخدمات في إقتصاديات الدول العربية

نحاول إبراز مكانة الخدمات بصفة عامة و الخدمات المالية بصفة خاصة في إقتصاديات الدول العربية في حدود الإحصائيات المتوفرة، بنسبة هذه الخدمات إلى الناتج المحلي الإجمالي، والخدمات المالية كنسبة من صادرات وواردات الخدمات التجارية، كما تتم الإشارة إلى نسبة المشتغلين في قطاع الخدمات.

1- التجارة في الخدمات: تشترك قطاعات الخدمات العربية في العديد من الخصائص التي

جعلت هذا القطاع، منذ الأزمة المالية العالمية، عنصرا أساسيا في إستراتيجيات التنمية للبلدان على مستويات الدخل جميعها، "والعديد من الدول العربية دول متوسطة الدخل، قد تؤدي قطاعات الخدمات فيها أدوارا هامة في المحافظة على النمو، والمساعدة على إجتناّب السقوط في فخ الدخل المتوسط، فالبلدان التي تقع في فخ الدخل المتوسط تعاني عجزا في القدرة التنافسية في الأنشطة التقليدية مقارنة بالبلدان التي تكون فيها اليد العاملة رخيصة نسبيا، كما أنها في الوقت نفسه قد تواجه صعوبات في منافسة البلدان مرتفعة الدخل الأكثر تقدما تكنولوجيا، وفي مثل هذه الحالات يكون تعزيز الإنتاجية وجودة الخدمات أمرا بالغ الأهمية، خاصة ما تعلق بالخدمات الأساسية كالنقل، المالية والتعليم التي تشكل مدخلات ضرورية للإنتاج في قطاعات أخرى"¹، يظهر الجدول الموالي تطور تجارة الخدمات وهي محسوبة بجمع صادرات الخدمات وواردها مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2009-2017، وكلها بالدولار

¹ - أنظر: اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا، تقييم التكامل الإقتصادي العربي: التجارة في الخدمات كمحرك للنمو والتنمية،

الأمم المتحدة، بيروت(لبنان)، 2018 ص 54.

الفصل الرابع: _____ أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية

العربية - دراسة قياسية -

الأمريكي، هذه النسبة تقيس لنا مدى مساهمة الخدمات في تكوين الناتج المحلي الإجمالي، كما تعطينا نظرة عن أداء هذا القطاع.

جدول رقم (4-1): التجارة في الخدمات

(% من إجمالي الناتج المحلي)

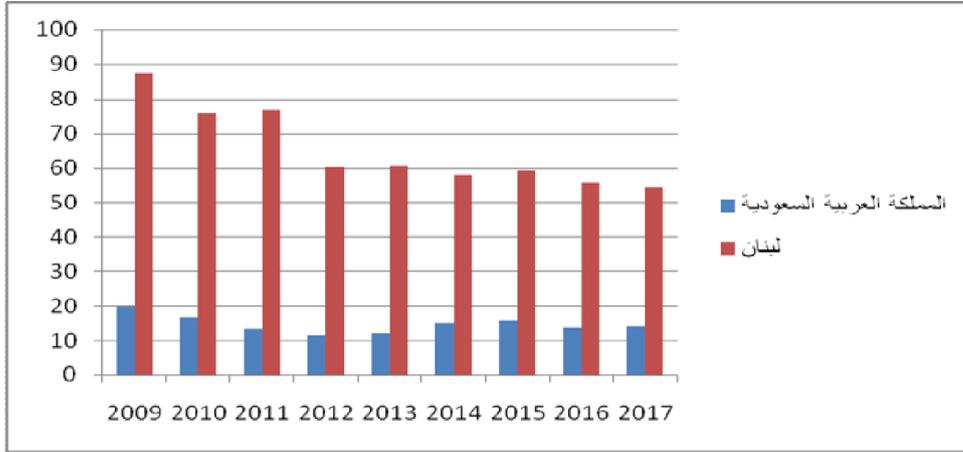
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الأردن	35,5	38,2	35,3	35,41	32,45	32,61	28,4	27	28,26
تونس	18,9	20,13	17	18,37	17,59	17,08	14,8	15	15,83
الإمارات العربية المتحدة	..	..	..	..	..	..	..	..	..
البحرين	24,3	23,87	17,6	46,76	47,79	45,93	50,5	57,4	54,06
الجزائر	10,6	9,514	8,1	6,994	6,945	7,184	8,73	8,94	8,546
الكويت	23,8	21,48	18,9	17,2	15,61	18,48	26,1	29,1	28
المغرب	23,4	23,72	24,1	23,9	20,52	22,81	22,3	23	24,74
السعودية	19,7	16,56	13,3	11,48	11,85	14,95	15,7	13,6	14,04
مصر	18,8	17,6	14,1	13,68	12,01	12,91	10,8	9,26	15,87
عمان	14,7	13,93	14,8	14,96	16,19	16,21	19,7	20,4	21,08
لبنان	87,2	75,68	76,7	60,2	60,57	57,9	59,2	55,6	54,39
قطر	..	..	14,5	18,11	19,45	22,49	28,3	30,8	29,43

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي من

موقعه www.databank.albankaldawli.org

حيث يعتبر قطاع الخدمات أكبر قطاع في الناتج المحلي الإجمالي بعد قطاع النفط، في إقتصاديات الدول العربية، فنلاحظ أن مساهمة قطاع الخدمات في الناتج المحلي الإجمالي لدى الدول النفطية أقل بكثير من مساهمته في الدول غير النفطية، وعلى سبيل المثال نقارن في الشكل الموالي بين نسبة تجارة الخدمات بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في كل من السعودية و لبنان،

الشكل (1-4): التجارة في الخدمات



المصدر: من إنجاز الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (1-4).

يظهر من الشكل الفرق الشاسع بين قيمة النسبة في السعودية، وقيمتها في لبنان، فشكلت في هذه الأخيرة ثلاث أضعاف النسبة في السعودية عام 2009، ووصلت إلى خمس أضعاف عام 2012، حيث تعتبر لبنان أكثر الدول العربية في عينة الدراسة إعتماداً على الخدمات.

2- العاملون في الخدمات: يستحوذ قطاع الخدمات على نسبة كبيرة من نسبة العمالة العربية، والجدول الموالي يبين تطور هذه النسبة، خلال فترة الدراسة،

جدول رقم (2-4): العاملون في الخدمات (% من إجمالي المشتغلين)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الأردن	70,6	70,9	70,96	71,2	71,25	71,36	71,43	71,6	71,7
تونس	49,2	48,6	49,91	49,8	51,25	51,58	51,62	51,9	52
الإمارات العربية المتحدة	70,9	71,1	71,39	71,8	72,1	72,32	72,53	72,7	72,8
البحرين	64,2	63,2	63,31	63,6	63,78	63,87	63,77	63,6	63,7
الجزائر	57,5	57,9	58,37	58,8	59,27	59,69	60,2	60,5	59,9
الكويت	72,5	72,3	72,14	72,1	72,12	72,2	72,55	72,3	72,3
المغرب	38	38,1	38,37	39,4	39,42	39,67	39,75	39,9	40,1
السعودية	75,5	74,6	73,65	72,8	71,79	71,71	71,17	70,5	70,6
مصر	46,3	46,3	47,19	48,1	47,93	48,04	49,1	48,9	48,4
عمان	62,3	58	57,92	58,1	58,34	58,62	58,75	58,8	58,9
لبنان	63,6	64	64,06	64,1	63,99	64,16	64,45	65,3	65,4
قطر	40	42,2	44,54	46,9	46,9	45,65	44,63	44,2	44,2

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي من موقعه www.databank.albankaldawli.org

الفصل الرابع: _____ أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية

العربية - دراسة قياسية -

نلاحظ أن نسبة العاملين في الخدمات بالنسبة لإجمالي المشتغلين تقريبا ثابتة أو لا تتغير إلى في حدود 1% أو 2% بالنسبة للدول العربية فرادى طول فترة الدراسة، وحسب هذا المؤشر يمكن تقسيم الدول العربية إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تفوق فيها هذه النسبة 50%، وذلك في كل من الأردن، الإمارات، البحرين، الجزائر، الكويت، السعودية، عمان ولبنان، أما المجموعة الثانية فتقل فيها هذه النسبة عن 50%، في كل من تونس، المغرب، مصر وقطر.

3- التأمين والخدمات المالية: لا تزال الخدمات التقليدية مثل السفر والنقل تهيمن إلى حد كبير على صادرات الخدمات في الدول العربية، إلا أن حصة الخدمات المالية إزدادت تدريجيا، بسبب عمل الدول العربية على تطوير مزايا نسبية فيها، كدول الخليج مثلا التي تتنافس لتصبح مركز الخدمات المالية في المنطقة، وفيما يلي بعض الإحصائيات المتوفرة عن الخدمات المالية.

جدول رقم (3-4): التأمين والخدمات المالية (% من صادرات الخدمات التجارية)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الأردن	..	..	..	..	..	1,215	1,632	1,65	0,95
تونس	2,32	2,6	2,956	2,85	2,979	3,009	3,761	4,02	4,12
الإمارات العربية المتحدة	..	..	..	..	..	..	..	..	..
البحرين	22,2	21,4	10,68	53,7	52,25	52,42	52,91	45,3	46,9
الجزائر	9,07	8,61	8,448	9,16	8,066	9,329	12,41	11,9	11
الكويت	3,51	4,23	5,24	3,61	11,44	9,799	10,8	11,2	16,9
المغرب	1,48	1,33	1,172	1,15	1,369	1,277	1,28	1,05	1,05
السعودية	13,1	12	3,121	4,46	5,351	3,235	4,031	4,8	4,18
مصر	1,27	1,17	1,436	1,13	1,379	1,265	2,166	3,1	2,05
عمان	1,44	1,44	1,456	1,55	1,584	1,548	1,213	1,15	0,96
لبنان	2,11	13,9	16,37	11,8	10,98	13,58	16,07	17,6	15,2
قطر	..	..	6,597	6,96	7,323	6,757	3,921	3,56	2,36

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي من

موقعه www.databank.albankaldawli.org

تبين أرقام الجدول (3-4) تطور حجم التأمين والخدمات المالية كنسبة من صادرات الخدمات التجارية فهي في نمو مستمر طيلة فترة الدراسة، حيث إنتقلت في الجزائر من 9,07% عام 2009، إلى 11% عام 2017، ومن 2,11% عام 2009 إلى 13,9% عام 2010، ثم إلى 15,2% عام 2017، مما يكشف عن تأثرها بالأزمة المالية العالمية عام 2009، هذا وقد تصدرت البحرين الدول

الفصل الرابع: أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية

العربية - دراسة قياسية -

العربية عينة الدراسة من حيث قيمة هذه النسبة، إذ إنتقلت من 22,2 % عام 2009، إلى 46,9% عام 2017 بينما كانت المرتبة الأخيرة لكل من الأردن و سلطنة عمان بنسبة لا تتجاوز الواحد في كل منهما عام 2017، و في حدود نسبة واحد وإثنان طيلة فترة الدراسة، مايدل على أن هذه الدول مازالت تعتمد على الخدمات التقليدية في تجارتها خاصة السياحة.

أما عن التأمين والخدمات المالية كنسبة من واردات الخدمات التجارية، فهذه النسبة أيضا في نمو

مستمر

إلا أن قيمتها أكبر من قيمة التأمين والخدمات المالية كنسبة من صادرات الخدمات التجارية، فسجلت أعلى النسب في كل من البحرين ولبنان، بينما أقل النسب سجلت في كل من تونس، الجزائر، الكويت، المغرب، السعودية، عمان وقطر بنسبة لا تتجاوز 10%، بينما لم تتوفر البيانات بالنسبة للإمارات العربية المتحدة.

جدول رقم(4-4): التأمين والخدمات المالية (% من واردات الخدمات

التجارية)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الأردن	7,74	7,21	8,68	9,27	9,771	10,99	10,49	10,2	10,1
تونس	10,2	9,43	9,188	8,79	8,34	9,502	9,851	9,5	8,94
الإمارات العربية المتحدة	..	..	..	..	..	..	..	..	..
البحرين	24	22,7	4,77	49,5	53,17	55,13	55,83	50,3	51,7
الجزائر	2,14	2,34	1,817	2,12	2,408	2,301	2,421	2,15	2,69
الكويت	4,51	8,58	8,416	8,19	3,56	2,99	4,067	4,4	5,86
المغرب	4,66	4,3	3,691	4,2	4,267	2,639	3,029	1,63	1,7
السعودية	5,72	5,3	6,494	6,76	6,39	5,21	5,276	4,95	5,59
مصر	11,3	11,5	11,52	10,5	10,63	10,5	10,31	11,1	11,1
عمان	11,4	11,2	9,823	9,3	8,807	9,161	9,849	9,45	9,44
لبنان	0,08	10,6	7,943	8,94	9,196	11,28	15,73	16,7	20,1
قطر	..	..	7,122	4,58	5,78	7,872	9,581	10,3	9,08

المصدر: من تجميع الطالبة بالإعتماد على مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي من موقعه www.databank.albankaldawli.org

ثانيا- مبررات تحرير التجارة الخارجية للخدمات العربية: إن النمو السريع الذي تشهده التجارة الخارجية للخدمات في العديد من الدول العربية يشير إلى أن تجارة الخدمات يمكن أن تلعب دور المحرك لتنمية التجارة بين الدول العربية، حيث تزايدت القدرات التنافسية في السوق العالمية لعدد من الدول

الفصل الرابع: _____ أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية

العربية - دراسة قياسية -

العربية، في قطاعات الخدمات، وعليه تطلب الأمر تحرير تجارة الخدمات على المستوى الإقليمي العربي، لمجموعة من المبررات التي نورد منها ما يلي¹:

- إن التحرير على المستوى الإقليمي العربي يساعد على دعم صناعة الخدمات الناشئة من خلال المنافسة داخل حدود السوق الإقليمية وعلى مستوى أقل من العالمية، فبالإضافة إلى الخدمات التي بدأت بالفعل في التواجد على المستوى العالمي، هناك قطاعات خدمية أخرى يمكن أن يتم دعمها على المستوى الإقليمي العربي لكي تكتسب القدرة على المنافسة دولياً وعالمياً، غير أن تحرير تجارة الخدمات على المستوى الإقليمي العربي يحتاج في المقابل إلى اتخاذ إجراءات تنظيمية وإدخال تشريعات مسبقة للتحرير لتقليل الآثار السلبية الممكنة، وذلك، بوجه خاص، وبالتالي فإنه يتعين دعم هذه القطاعات بحيث تظل مفتوحة أمام المنافسين المحتملين في المستقبل لضمان عدم استئثار الشركات الأوائل في السوق بمزايا النفاذ إلى السوق في مرحلة أولى، ومحاولة منع المنافسين المحتملين من دخول السوق.

- وهناك بعض الخدمات المهنية التي يمكن تحريرها من خلال الاعتراف المتبادل للمواصفات ومعادلة الشهادات والتدريب المهني لمنح تراخيص ممارسة المهنة، كما أن هناك خدمات لا تحكمها قواعد أو مواصفات عالمية، غالباً ما يمكن تحرير مثل هذه القطاعات بين دول تجمعها لغة مشتركة وتتقارب بينها مستويات التنمية.

- لقد شرعت الدول العربية بتحرير التجارة الخارجية للخدمات في إطار الاتفاقيات الدولية، سواء من خلال الانضمام للمنظمة التجارية العالمية، أو بإبرام عدد من الدول الأردن، البحرين، عمان والمغرب اتفاقيات التجارة الحرة مع الولايات المتحدة، تشمل تحرير تجارة الخدمات، وبالتالي فقد اعتاد العدد الأكبر من الدول العربية على أحكام وآليات التفاوض لتقديم الالتزامات والتعهدات لتحرير التجارة الدولية للخدمات سواء على المستوى متعدد الأطراف أو على المستوى الإقليمي.

- وتجدر الإشارة أيضاً إلى أن ست دول عربية بدأت مفاوضات ثنائية مع الاتحاد الأوروبي لتحرير تجارة الخدمات، كما شاركت الدول العربية الأعضاء في منظمة التجارة العالمية وعددها اثنتي عشرة دولة في مفاوضات جولة الدوحة التي بدأت منذ العام 2002 والتي تستهدف تعميق وتوسيع مجالات تحرير التجارة الخارجية للخدمات للدول الأعضاء في منظمة التجارة العالمية.

¹ - أنظر:

- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، تقييم التكامل الاقتصادي العربي: التجارة في الخدمات كمحرك للنمو والتنمية، مرجع سبق ذكره ص 57.

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009، الفصل الثاني عشر، التعاون العربي في تحرير التجارة البينية في الخدمات في إطار منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى، صندوق النقد العربي، ص 2

العربية -دراسة قياسية-

- تختلف تجارة الخدمات عن تجارة السلع لكونها غير منظورة، أي أنها تتم من خلال إما تدفق السلع الصادرات والواردات)، أو عن طريق انتقال المعلومات أو تحويل الأموال أو انتقال الأفراد. ولذلك فإن الحواجز التي تعترض تجارة الخدمات لا تأخذ شكل التعريفات الجمركية على الواردات، أسوة بتجارة السلع، بل إن القيود التي تعترض تجارة الخدمات تأخذ أشكالا متعددة، من أهمها القوانين والأنظمة المحلية التي تحد من عدد موردي الخدمات في السوق كالاحتكارات أو القيود على التواجد التجاري للشركات الأجنبية والقيود على شراء العقارات للأجانب، والقيود على الإقامة المؤقتة للأفراد لغرض تقديم الخدمات كالخبراء والمستشارين وغيرهم من المتخصصين. وتشكل القيود التي تفرض على تجارة الخدمات تكلفة يتحملها الاقتصاد الوطني، مما يؤدي إلى انخفاض الكفاءة الاقتصادية، ليس لقطاع الخدمات ذاته فقط، بل كذلك أيضا لقطاع إنتاج السلع الذي يستخدم الخدمات كمدخلات في الإنتاج. ولقد أصبحت الاستفادة من شبكات الاتصالات والنقل متطورة وضرورية لاكتساب القدرة التنافسية بالنسبة لإنتاج وتصدير السلع إلى الأسواق العالمية.

وتبين التجارب الدولية أيضا أن كفاءة الخدمات مشتقة بشكل كبير من التحرير، فتحرير التجارة في الخدمات يمكنه أن يلعب دورا محفزا لاستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر ونقل التقنية والمهارات، والتغلب على الصعوبات المتعلقة بموازن المدفوعات، فأثبتت التجارب أن الدول التي تتمتع أكثر بقطاعات خدمية محررة كان معدل النمو فيها أسرع من الدول ذات القطاعات الخدمية المغلقة.

- وعلاوة على ذلك، فإن تكلفة تحرير التجارة في الخدمات تعد أقل عند مقارنتها بتكلفة تحرير تجارة السلع، الذي يترتب عليه خسارة للحصيلة الجمركية وزيادة البطالة.

ثالثا- محاولات تحرير التجارة الإقليمية للخدمات بين الدول العربية : في ظل النظام العالمي

الجديد تؤكد للدول العربية أن مستقبلها مرهون بمدى مواكبتها لهذه المستجدات الدولية وما تطرحه من تحديات على المنطقة العربية، فأدركت هذه الأخيرة أنه من الصعوبة مواجهة كل دولة على حدى مع بروز التكتلات التجارية العملاقة، هذا ما دفعها لإنشاء تجمع إقتصادي موحد يضم كل الدول العربية يتمثل في منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى، التي تسعى الدول العربية في إطارها إلى إزالة كافة القيود، ومنها القيود التي تقف أمام تجارة الخدمات الدولية.

1- مفاوضات تحرير تجارة الخدمات بين الدول العربية: اعتمد المجلس الاقتصادي

والاجتماعي المنبثق عن جامعة الدول العربية في العام 2003 الأحكام العامة لاتفاقية التجارة في الخدمات في إطار منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى، وفي ظل هذه المبادئ، بدأت المفاوضات بين الدول العربية لإبرام اتفاق لتحرير تجارة الخدمات فيما بينها مماثل لاتفاقية الجاتس (GATS)، وقد بادرت

العربية - دراسة قياسية -

الحكومة اللبنانية بإعداد مشروع مبدئي لاتفاق يمثل قاعدة للتفاوض حول التحرير التدريجي للتجارة في الخدمات، وتم عقد أربعة اجتماعات للخبراء العرب في بيروت على مدار عامين، لمناقشة مشروع الاتفاق وتعديله من جانب الدول العربية لضمان اتساقه مع بنود اتفاقية الجاتس، وأهم ما تم مراعاته في إعداد هذه الاتفاقية وفي أحكامها العامة ما يلي¹ :

- أن تفوق الالتزامات والتعهدات التي تقدمها الدول الراغبة في الانضمام للاتفاقية، الالتزامات والتعهدات التي تقدمت بها إلى منظمة التجارة العالمية، بحيث تشكل الخدمات التي يتم تحريرها في الإطار العربي جزءاً هاماً من تجارة الخدمات العربية.

- أن تتماشى الأحكام العامة والمبادئ للاتفاقية العربية مع تلك الواردة باتفاقية الجاتس، كي لا يشكل ذلك تناقضاً بالنسبة للدول العربية الأعضاء في منظمة التجارة العالمية أو الدول العربية التي هي بصدد الانضمام للمنظمة العالمية.

- أن تتضمن الاتفاقية قواعد موحدة لتطبق بصورة شاملة على جميع نشاطات الخدمات، ويتم اعتماد قواعد ومبادئ اتفاقية الجاتس.

- اعتماد القوائم الإيجابية في جداول الالتزامات التي تقدمها الدول العربية الراغبة في الانضمام.

- إمكانية بدء المفاوضات بين عدد محدود من الدول العربية وهي الدول الراغبة في تحرير الخدمات ولديها الاستعداد لذلك، ويمكن أن تلحق بقية الدول العربية في مرحلة لاحقة وبعد مواءمة أوضاعها بما يؤهلها لعملية التحرير.

وقد تم إطلاق الجولة الأولى للمفاوضات فيما تسمى "جولة بيروت لتحرير الخدمات بين الدول العربية" في العام 2004، بمشاركة إحدى عشرة دولة عضو في منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى وهي الأردن، الإمارات، البحرين، تونس، السعودية، لبنان، عمان، قطر، الكويت، مصر والمغرب، وذلك لمناقشة جداول الالتزامات الخاصة بالدول العربية²، وفي إطار جولة بيروت للمفاوضات، عقدت أربعة اجتماعات للمفاوضات الثنائية ومتعددة الأطراف تم خلالها تبادل الطلبات والعروض، حيث تقدمت كل من الأردن

¹ - خالد الوالي، الاتفاقية العربية لتحرير التجارة في الخدمات بين الدول العربية، مداخلة مقدمة في المؤتمر العربي الثالث حول التوجهات المستقبلية لمنظمة التجارة العالمية في ضوء مفاوضات برنامج عمل الدوحة (الفرص والتحديات أمام الدول العربية)، دمشق، سوريا، 2008 ص 374.

² - أنظر: - خالد الوالي، مرجع سبق ذكره، ص 374.

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2009، مرجع سبق ذكره ص 220.

الفصل الرابع: أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية

العربية - دراسة قياسية -

ولبنان والإمارات والكويت وقطر وعمان والبحرين بعروض محسنة التحرير التجارة البينية في الخدمات في قطاعات خدمية مختلفة، من بينها التأمين وخدمات سوق المال وخدمات التشييد والبناء، وقطاعات الخدمات القانونية وخدمات الاستشارات الهندسية والمعمارية والهندسية المتكاملة¹، وبصورة عامة، تتسم المفاوضات بين الدول العربية بالبطء الشديد على الرغم من جهود بعض الدول العربية الدفع المفاوضات إلى التوصل إلى الاتفاق المرجو.

ومن بين الجهود المبذولة، اتفاق كل من مصر والأردن على استخدام مبادرات قطاعية في مفاوضات ثنائية تستهدف التحرير الكامل لقطاعات خدمات محددة، وهي الاتصالات والتعليم والحاسب الآلي²، الجدول الموالي يبين الخطوات التي إتخذتها الدول العربية المشاركة في مفاوضات تحرير التجارة البينية للخدمات.

جدول رقم (4-5): الدول العربية المشاركة في مفاوضات تحرير التجارة البينية للخدمات

والخطوات المتخذة

الأردن	لبنان	الإمارات	السعودية	الكويت	قطر	عمان	البحرين	المغرب	تونس	مصر	
✓	—	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	الأعضاء بمنظمة التجارة العالمية
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	مقدمي جدول الإنترامات
✓	✓	✓	—	✓	✓	✓	✓	—	—	✓	المشاركة في الإجتماع الاول
✓	✓	✓	—	✓	✓	✓	✓	—	—	—	المشاركة في الإجتماع الثاني
✓	—	✓	—	✓	—	—	✓	—	—	✓	المشاركة في الإجتماع الثالث
✓	✓	—	✓	✓	—	✓	✓	—	—	✓	المشاركة في الإجتماع الرابع
✓	✓	✓	—	✓	✓	✓	✓	—	—	✓	مقدمي العرض المحسن
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	مقدمي النسخة الثانية من العرض المحسن

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2009، ص 387.

تتعاون الأمانة العامة لجامعة الدول العربية مع الدول المشاركة في مفاوضات تحرير التجارة البينية للخدمات لتجميع تبادل المعلومات حول القطاعات الخدمية في تلك الدول، بدءاً بتبادل التشريعات

¹ - عادل السن، تحرير التجارة في الخدمات في ضوء الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات ومفاوضات جولة الدوحة (الفرص

والتحديات)، مداخلة مقدمة في المؤتمر العربي الثالث حول التوجهات المستقبلية لمنظمة التجارة العالمية في ضوء مفاوضات برنامج عمل الدوحة (الفرص والتحديات أمام الدول العربية)، دمشق، سوريا، 2008، ص 485، 484.

² - التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2011، الفصل الثامن، التجارة الخارجية للدول العربية، صندوق النقد العربي، ص 163.

والقوانين الخاصة بقطاعات خدمات الاتصالات والخدمات التعليمية والخدمات المصرفية كخطوة أولى، تليها باقي القطاعات الخدمية. كما قامت الأمانة العامة بالتعاون مع الاسكوا بإعداد استبيان خاص عن تدابير السياسة العامة التي تؤثر على التجارة في الخدمات، والذي يهدف إلى تجميع معلومات بشأن التجارة في الخدمات، بشكل عام، في كل دولة حيث تقوم الدول الأعضاء باستيفائه وتعميمه على باقي الدول.

ونظرا لتعثر المفاوضات التي كان من المحدد لها أن تنتهي قبل نهاية العام 2005، فقد تم عقد اجتماع خاص لبحث الوضع الحالي للمفاوضات الثنائية والجماعية خلال جوان 2008 بمقر المجلس الاقتصادي والاجتماعي اللبناني ببيروت، وقد شارك في هذا الاجتماع وفود من اثني عشرة دولة عربية، وهي مصر والأردن والبحرين والعراق والسودان وسورية وعمان وفلسطين وقطر والإمارات ولبنان والكويت. حيث قامت هذه الدول بعرض تصوراتها عن أهم العقبات والتحديات التي أدت إلى تباطؤ المفاوضات والتي يمكن تلخيصها كالاتي¹:

— تداخل أجندات تحرير التجارة في الخدمات في الأطر متعددة الأطراف والإقليمية والثنائية مما أدى إلى تشتت الجهود المحلية لمحاولة تحرير التجارة في الخدمات بين الدول العربية.

— عدم كفاية البرامج الإعلامية والتدريبية التي تساعد على زيادة الوعي بأهمية تحرير التجارة في الخدمات بين الدول العربية و الفوائد المرجوة والتي تعود بالمنفعة على موردي الخدمة ومنظمها ومستهلكيها.

— عدم توافر بيانات كاملة عن هيكل السوق لكل قطاع خدمي ومدى مساهمته في الدخل القومي.

— عدم توافر دراسات حول أهمية تحرير التجارة في الخدمات بين الدول العربية وأثرها على النمو والتنمية في الدول العربية.

— تباين القدرات التفاوضية للدول العربية في مجال التجارة في الخدمات، وكذا تباين القدرات الفنية بين تلك الدول والتغيير المستمر للمفاوضين المعنيين بتجارة الخدمات.

أما على مستوى الدول فرادى، فتوجد عقبات تتعلق بعدد من الأمور، منها أن تعدد الجهات المسؤولة عن القطاعات الخدمية وتجارة الخدمات في جميع الدول العربية تشكل عائقا أمام المسؤولين

¹ - أنظر:

— التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2009، مرجع سبق ذكره ص 220.

— نظرة عامة على إقتصاديات الدول العربية خلال 2014، التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2015، ص

العربية -دراسة قياسية-

والمفاوضين في الدول العربية لاتخاذ قرارات بشأن التحرير، خاصة في ظل تنوع القطاعات الخدمية واختلاف طبيعتها والتي تجعل من الضروري مراعاة مواقف الجهات الحكومية وغير الحكومية المنظمة، والجهات الموردة ومستهلك الخدمة. وهناك بعض القطاعات الخدمية التي تفتقر إلى وجود جهة منظمة لها، مثل القطاعات الفرعية لخدمات الأعمال، وهو الأمر الذي يتطلب إنشاء جهة تنظيمية موحدة، مثل مجلس أعلى للتجارة في الخدمات تقع تحت مظلته كافة القطاعات الخدمية، وهو النموذج المتبع في العديد من الدول المتقدمة.

كما لا تستخدم الدول العربية اتفاقيات الاعتراف المتبادل بينها فيما يخص مثلاً الشهادات المهنية، وتعد هذه الاتفاقيات في غاية الأهمية لدعم عملية التحرير الإقليمي للخدمات، وبشكل خاص في مجالات التشييد والخدمات المهنية، والانتقال المؤقت للأشخاص الطبيعيين.

2- إمكانات العمل لتفعيل السياسات التجارية في تحرير التجارة في الخدمات على

المستوى الإقليمي العربي : يوجد العديد من السياسات والإجراءات التي يمكن أن تبناها الدول العربية لتحقيق المزيد من التكامل الإقليمي في مجال تحرير التجارة البينية للخدمات، نورد منها الخطوات الرئيسية الآتية¹:

- مراجعة التشريعات لزيادة فاعلية القواعد والقوانين. يوجد الكثير من القواعد والقوانين القائمة في عدد من الدول العربية، التي قد تعيق حركة الإصلاح والتحرير. لذا يمكن إقامة مشروع عربي مشترك لمراجعة القوانين التي تحكم قطاعات الخدمات في الدول العربية، وفي هذا الإطار تتم مراجعة شاملة للقواعد والقوانين التي تحكم القطاعات، بحيث يتم حذف القواعد غير الضرورية، ويتبع ذلك وضع مصفوفة للمقارنة بين وضع كل قطاع من القطاعات الخدمية في مختلف الدول العربية.

- التوافق (أو التقارب التشريعي)، قد تكون إحدى الخطوات الأكثر فعالية في التكامل الإقليمي لتحقيق التوافق التشريعي والذي لا يتطلب بالضرورة توحيد القوانين للتوصل إلى التحرير، بل يمكن تحقيق هذا التوافق من خلال إزالة القيود غير التعريفية من جانب واحد (بعد ضمان مراجعة التشريعات)، ومن خلال اتفاقيات الاعتراف المتبادل، وأخيراً عن طريق التوافق مع المعايير الدولية مثل المعايير المتعلقة بالقواعد المحاسبية الدولية.

ويمكن أن يغطي الاعتراف المتبادل في إطار الخدمات العديد من الممارسات، مثل الاعتراف بالمؤهلات العلمية والمهنية بغرض الالتحاق بالتعليم العالي أو التدريب وذلك لتسهيل الأسلوب الثاني لتوريد

¹ - التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2009، مرجع سبق ذكره ص ص 222، 224.

العربية -دراسة قياسية-

الخدمة، في استهلاك الخدمات التعليمية، وبالتالي تسهيل الأسلوب الرابع لتوريد الخدمة. ويمكن للدول العربية أن تبدأ بتبني مشروعات ذات طبيعة ثنائية أو إقليمية لتسهيل الاعتراف بالمؤهلات العلمية، مما سيؤثر بشكل إيجابي على تيسير تحرير الأسلوب الرابع لتوريد الخدمة في مجال خدمات الأعمال مثلاً.

- التعاون بين الأجهزة التنظيمية الوطنية للخدمات، لإن ضمان التحرير الفعال على المستوى الإقليمي يتطلب أن يكون هناك تعاون بين السلطات التنظيمية الوطنية في الدول العربية، إلا أن نوع التعاون والدرجة المثلى له بين الأجهزة التنظيمية الوطنية قد يختلف من قطاع إلى آخر. وهناك حاجة لإنشاء شبكة مؤسسية بين الأجهزة التنظيمية في الدول العربية لتسهيل انتشار أفضل الممارسات عن طريق تبادل البيانات ومعايير تقييم الأداء، ويساعد هذا النوع من التعاون بشكل غير مباشر على رفع مستوى التحرير الفعلي وتسهيل تقارب مستويات تطور القطاعات الخدمية في الدول العربية.

- تنشيط عملية التحرير حسب الأسلوب الرابع (الانتقال المؤقت للأشخاص الطبيعيين). يشكل الأسلوب الرابع التحرير تجارة الخدمات في الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات (الجاتس) والمتعلق بانتقال العمالة لفترات مؤقتة نموذجاً مفيداً لحد الدول العربية على الاتفاق على إطار مشترك لتيسير حركة العمالة العربية الماهرة وشبه الماهرة فيما بينها وفترات مؤقتة يتفق على تحديدها.

- تبني المنهج القطاعي للتفاوض، بادرت مصر والأردن بالتفاوض الكامل لتحرير قطاعات خدمية محددة. ويمكن لهذه المبادرة في حال توصل الدولتين إلى اتفاق قطاعي أن تكون نموذجاً يمكن لباقي الدول العربية الأعضاء في اتفاقية منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى إتباعه. ويمكن أيضاً إتباع هذا النموذج حتى على المستوى شبه الإقليمي، كالتفاوض في إطار "اتفاقية أغادير" ومن ثم على مستوى جميع الدول الأعضاء في منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى في قطاعي التشييد والبناء والكهرباء، على سبيل المثال، وبعدها يتضح أنه توجد منافع عديدة من التعاون المشترك بين عدد من الدول في هذه القطاعات.

- رسم الخطوط العريضة لقواعد المنشأ، نظراً لاختلاف طبيعة الخدمات مقارنة مع السلع، فإن قواعد المنشأ التي تطبق على السلع لا تصلح للتطبيق على الخدمات. فالخدمات عادة ما تقدم بوسائل مختلفة تؤثر بدورها على قواعد المنشأ. ففي أسلوبي التوريد الأول والثاني من أساليب توريد الخدمات، لا تشكل قواعد المنشأ مشكلة كبيرة، حيث تقدم الخدمة من قبل الشريك التجاري. ومع ذلك، هناك حاجة للاتفاق على الخطوط العريضة المتعلقة بقواعد المنشأ للأسلوبين الثالث والرابع من أساليب توريد الخدمات. وهناك ثلاثة من المعايير التي يجب أن تطبق والتي تتضمن النطاق القانوني الذي تنتمي إليه الشركة المقدمة للخدمة والموقع الجغرافي لمقدم الخدمة والملكية والرقابة. هذه المعايير ليست حصرية ويمكن تطبيق مزيج منها، ولكن يتعين أن تتفق الدول العربية على المعيار الذي يجب تطبيقه والذي قد يختلف باختلاف القطاع

لضمان مفاوضات مثمرة وفعالة وتجنب المفاوضات المطولة، كما حدث في مفاوضات تحرير التجارة في السلع.

- إدراج مادة للتعامل بمبدأ الدولة الأولى بالرعاية، لأن إدراج مثل هذه المادة يعني أن الدول العربية توافق على مبدأ أساسي، وهو أن أي معاملة تفضيلية تمنحها أي دولة عربية إلى الدول الأخرى في نطاق الاتفاقيات التجارية الإقليمية الخاصة بها تطبق على باقي الدول العربية الأعضاء في الاتفاقية العربية لتحرير تجارة الخدمات. وسيؤدي ذلك إلى التخفيف من حدة التفرقة الناتجة عن الاتفاقيات المختلفة السارية، وكذلك بالنسبة لأي اتفاقية مستقبلية، حيث ستمتد أي معاملة تفضيلية إلى الدول الأعضاء في اتفاقية التجارة العربية للخدمات. وسيؤدي تطبيق هذا المبدأ إلى الإسراع بتحرير تجارة الخدمات بين الدول العربية، خاصة وأن عددا من الدول العربية قد وقع بالفعل اتفاقيات التجارة الحرة مع الولايات المتحدة، ويعمل عدد آخر على التفاوض مع الاتحاد الأوروبي لتحرير تجارة الخدمات، حيث تهدف هذه المفاوضات إلى التزامات بتحرير تجارة الخدمات يفوق التزامات اتفاقية الجاتس، مما سيدفع بتحرير التجارة في الخدمات إلى مستويات متقدمة.

- الاتفاق على قواعد تحكم المشتريات الحكومية والدعم والتدابير الوقائية وآلية لفض المنازعات. يتعين توصل الدول العربية إلى اتفاق على كيفية التعامل مع المشتريات الحكومية في إطار مفاوضاتها لتحرير التجارة البينية للخدمات. فالاتفاقية العربية للتجارة في الخدمات لم تنص حتى الآن على قواعد التعامل مع هذه الأمور. ويمكن للدول العربية أن ترسم قواعد جديدة تفصيلية لمقدمي الخدمة في الدول العربية على ما يتعلق بالمشتريات الحكومية، وكذلك الاتفاق على الدعم والتدابير الوقائية لتجنب المشكلات التي قد تطرأ عنها في المستقبل. كذلك يتعين الاتفاق حول قواعد وإجراءات تسوية المنازعات والفترات الزمنية لتسويتها وهل يقتصر تقديم الشكوى على الحكومات أو السماح لمقدم الخدمة بالقيام بذلك، مما سيسمح للقطاع الخاص بحق اللجوء إلى استخدام نظام إقليمي عربي لتسوية المنازعات بين الدول الأعضاء في الاتفاقية العربية لتجارة الخدمات.

- إنشاء قاعدة بيانات إلكترونية تتضمن بيانات كاملة عن التجارة في الخدمات بين الدول العربية، وربطها مع جمعية رجال الأعمال العرب و تجمعات رجال الأعمال في الدول العربية، بهدف توفير الشفافية الكاملة للنفوذ إلى الأسواق¹.

¹ - وصاف عتيقة، مرجع سبق ذكره ص 342.

المطلب الثاني: .إلتزامات الدول العربية في إطار الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات

إن إنضمام أي دولة إلى المنظمة العالمية للتجارة، يعني تقديمها لإلتزامات تتعلق بتحرير تجارتها الخارجية ككل بغض النظر عن كونها سلعية أو خدمات، و حتى الدول التي تتفاوض للإنضمام إلى المنظمة مطالبة بتقديم عروضها بخصوص تحرير تجارتها بالتزامن مع إدخال التعديلات التشريعية التي تتلاءم وإتجاهات تحرير تجارتها السلعية والخدمية، و فيما يلي نتطرق إلى الإلتزامات التي قدمتها الدول العربية في إطار الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات.

أولاً- جداول الإلتزامات : يشمل جدول الإلتزامات المحددة الفئات التالية: الخدمات المالية،

طرق التوريد، القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق، والقيود على المعاملة الوطنية، وتتألف فئة طرق التوريد من فئات فرعية، هي التوريد العابر للحدود والاستهلاك في الخارج والوجود التجاري ووجود الأشخاص الطبيعيين، ويجوز للحكومات أن تقدم التزمات تضمن الحق في توريد الخدمات بموجب أي أو جميع هذه الطرائق وفيما يتعلق بكل من الخدمات المشمولة بالتزام معين، يجب أن يشير الجدول، تحت كل طريقة من الطرائق الأربع إلى أية قيود تفرض على إمكانية الوصول إلى الأسواق أو المعاملة الوطنية؛ وتصبح القيود غير المعلنة على هذا النحو غير قانونية، الجداول الموالية تبين أهم الإلتزامات التي قدمتها الدول العربية فيما يتعلق بالخدمات المالية، ونشير إلى أن الحروف في الجدول (4-6) والجدول (4-7) تعني:

- ✓ غ-غير مقيدة في تحرير نشاط ما.
- ✓ ل-لا توجد قيود .
- ✓ غ. ف - غير مقيدة في تحرير نشاط ما فيما عدا،
- ✓ ل. ف-لا توجد قيود فيما عدا.
- ✓ غ.ب غير مقيدة في تحرير نشاط ما، لكن مع شروط.

الفصل الرابع: _____ أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية -دراسة قياسية-

جدول رقم (4-6): إلتزامات الدول العربية الأعضاء في منظمة التجارة العالمية في مجال تحرير تجارة الخدمات
(إمكانية الوصول إلى الأسواق)

مصر				الكويت				قطر				عمان				البحرين				الإمارات				الأردن				قطاعات الخدمات	
			1				1								1												1	الخدمات عبر الحدود	
		2				2				2				2				2				2				2		إستهلاك الخدمة في الخارج	
	3				3				3				3				3				3				3			التواجد التجاري	
4					4				4				4				4				4				4			تواجد الأشخاص الطبيعيين	
	ل	ل	ل						ل	ل	ل	غ.ف	غ.ب	ل	ل	غ	ل	ل	ل									لخدمات التابعة للتأمين بما في ذلك لخدمات السمسرة والوكالة	
	ل	غ.ب	ل	غ	غ	غ.ف	غ.ف	ل	غ	غ	غ	ل	غ.ب	ل	غ.ف	غ	غ.ب	غ.ف	غ.ف	غ	غ.ف	ل	ل	غ.ف	غ.ب	غ	ل.ف،غ	ل.ف،غ	تداول ما يلي لحساب النفس أو لحساب العملاء سواء كان في بورصة أو في خارج السوق الرسمية أو خلاف ذلك: 1-صكوك سوق النقد بما في ذلك الشيكات والكمبيالات وشهادات الإيداع. 2-المشتقات بما في ذلك العمليات الآجلة والخيارات. 3-الأوراق المالية القابلة للتحويل. 4-الصكوك البريدية القابلة للتداول والأصول المالية بما في ذلك السبائك.
					غ.ف	ل	غ									غ	غ.ب	غ.ف	غ.ف					غ.ف	غ.ب	غ	ل.ف،غ	ل.ف،غ	المشاركة في إصدار جميع أنواع الأوراق المالية المالية بما في ذلك

الفصل الرابع: _____ أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية -دراسة قياسية-

جدول رقم (4-7): إلتزامات الدول العربية الأعضاء في منظمة التجارة العالمية في مجال تحرير تجارة الخدمات (المعاملة الوطنية)

مصر				الكويت				قطر				عمان				البحرين				الإمارات				الأردن				قطاعات الخدمات	
			1				1								1												1	1	الخدمات عبر الحدود
		2				2				2				2				2				2				2		2	إستهلاك الخدمة في الخارج
	3				3				3				3				3				3				3			3	التواجد التجاري
4				4				4				4				4				4				4				4	تواجد الأشخاص الطبيعيين
	ل	ل	ل							ل	ل	غ.غ.ف	ل	ل	ل	ل	ل	ل	ل										لخدمات التابعة للتأمين بما في ذلك خدمات السمسرة والوكالة
	ل	غ.ب	ل	غ.غ.ف	غ.غ.ف	ل	غ	غ	ل	ل	ل	ل	ل	غ.غ.ف	ل	غ	غ	غ	غ	ل	ل	ل	ل	غ.غ.ف	ل	ل	ل	ل	تداول ما يلي لحساب النفس أو لحساب العملاء سواء كان في بورصة أو في خارج السوق الرسمية أو خلاف ذلك: 1-صكوك سوق النقد بما في ذلك الشيكات والكمبيالات وشهادات الإيداع. 2-المشتقات بما في ذلك العمليات الآجلة والخيارات. 3-الأوراق المالية القابلة للتحويل. 4-الصكوك البريدية القابلة للتداول والأصول المالية بما في ذلك السبائك.
				غ.غ.ف	غ.غ.ف	ل	غ									غ	غ	غ	غ					غ	ل	ل	غ	غ	المشاركة في إصدار جميع أنواع الأوراق المالية المالية بما في ذلك

الفصل الرابع: _____ أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية -دراسة قياسية-

جدول رقم (4-8): إلتزامات الدول العربية الأعضاء في منظمة التجارة العالمية في مجال تحرير تجارة الخدمات (النفاز للسوق والقيود على المعاملة الوطنية)

المغرب			مصر			الكويت			قطر			عمان			السعودية			تونس			البحرين			الإمارات			الأردن			قطاعات الخدمات		
		1			1			1						1			1			1			1			1			1	الخدمات عبر الحدود		
		2			2			2			2			2			2			2			2			2			2	إستهلاك الخدمة في الخارج		
		3			3			3			3			3			3			3			3			3			3	التواجد التجاري		
		4			4			4			4			4			4			4			4			4			4	تواجد الأشخاص الطبيعيين		
	x						x		x	x	x	x	x	x	x	X	x							x	x	X	x	x	x	خدمات الاعمال		
	x	X	x		x	x					x		x	x	x	x	X	x	x	x								x	x	x	خدمات الإتصالات	
	x			x	x	x					x	x	x	x	x	x	X	x	x			x	x	x			x	X	x	x	x	الخدمات المصرفية و المالية
																												6	8	5	عدد القطاعات الرئيسية المحررة وفق وسائل توريد الخدمة	
																												4	5	5	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها	
																												5	3	2	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها	
																												10	10	10	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها	
																												11	11	10	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها	
																												3	2	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها		
																												1	1	1	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها	
																												4	5	5	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها	
																												6	8	5	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها	
																												110	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها			
																												46	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها			
																												22	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها			
																												20	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها			
																												120	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها			
																												98	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها			
																												46	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها			
																												61	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها			
																												44	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها			
																												45	عدد القطاعات الفرعية ذات الإلتزام بتحريرها			

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2009، مرجع سبق ذكره ص 386.

العربية - دراسة قياسية -

ومن تحليل جداول الإلتزامات في الخدمات المالية، يمكن استخلاص ما يلي فيما يتعلق بالدول العربية عينة الدراسة¹:

- شيوع القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق، التي تتصل بالوجود التجاري لموردي الخدمات المالية، والقيود على أنواع محددة من الكيانات القانونية والمشاريع المشتركة، فضلاً عن القيود على مشاركة رأس المال الأجنبي في المؤسسات المالية المحلية.

- من الشائع جداً فيما يتعلق بالمعاملة الوطنية وجود متطلبات للحصول على إذن خاص للمؤسسات الأجنبية وقيود على ملكية الأراضي والمتطلبات المتعلقة بالجنسية والإقامة؛
- تمثل الضرائب عامل قلق فيما يتعلق بالمعاملة الوطنية. ذلك أن الضرائب هي في كثير من الأحيان عامل محدد بشأن موضع المعاملات المالية ويمكن أن تغير إلى حد كبير شروط المنافسة بين موردي الخدمات المالية.

- أكثر العروض تحراً في الشروط العامة، هو عرض قطر، يليه عرض الإمارات العربية المتحدة.
- عرض قطر هو الأسهل قراءة، يليه عرض الإمارات العربية المتحدة.
- كثر العروض تشدداً هو عرض الكويت، يليه العرض المصري.
- أعقد جدول هو جدول مصر، الذي أعيد فيه تصنيف الأنشطة وأعيد تحديدها وأعيد توزيعها بين ثلاثة أنواع من البنوك (ذات أشكال وهيكل قانونية مختلفة) وبورصة الأوراق المالية. غير أن أنشطة بورصة الأوراق المالية حررت إلى حد كبير في العرض المصري.

- أكثر طرق التوريد تحراً هي الاستهلاك في الخارج، يليها التوريد العابر للحدود.
- أكثر طرق التوريد انغلاقاً هي انتقال الأشخاص الطبيعيين، يليها الوجود التجاري.

ثانياً - سبل إستفادة الدول العربية من الإتفاقيات العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية: حتى تتمكن الدول العربية من تعظيم استفادتها في مجال تحرير تجارة الخدمات في إطار الجاتس عليها الإعداد الجيد للمفاوضات التي تشارك فيها من خلال²:

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، إستجابة للعولمة ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا، مرجع سبق ذكره، ص 60.

² - أنظر:

- نبيل بدر الدين، تحرير التجارة في الخدمات، مداخلة مقدمة في المؤتمر العربي الثاني حول التوجهات المستقبلية للمنظمة العالمية، الفرص والتحديات أمام الدول العربية، المنعقد في مسقط (عمان) مارس، 2007 ص 179.

- محسن هلال، مفاوضات التجارة في الخدمات، برنامج عمل الدوحة، مداخلة مقدمة في المؤتمر العربي الثاني حول التوجهات المستقبلية للمنظمة العالمية، الفرص والتحديات أمام الدول العربية، المنعقد في مسقط (عمان) مارس 2007، ص ص، 284، 285.

1. استمرار مشاركة البلدان العربية في المفاوضات بشأن التجارة العالمية في الخدمات من أجل استكمال قواعدها، نظرا لمصلحة هذه البلدان في المواضيع المطروحة، ومشاركة البلدان العربية تتم عن طريق تقديم مقترحات مشتركة بينها وبين غيرها من الدول التي تكمن مصالحها أيضا في التوصل إلى نتائج عملية ووضع قواعد سليمة وآليات عمل فعالة، وفي موضوع النفاذ إلى الأسواق ينبغي إيجاد توازن بين ما تقدمه البلدان العربية من التزامات جديدة وما تحصل عليه من فرص تحولها النفاذ إلى أسواق البلدان الأخرى الأطراف.
2. و تنسيق المواقف العربية إزاء المواضيع التي ما زالت مطروحة للمفاوضات، وأبرزها القواعد المحلية، وقواعد الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات المتعلقة بالوقاية الطارئة والمشتريات الحكومية والدعم، والمعاملة الأكثر تفضيلا للدول الأقل نموا، نظرا لأهمية هذه المواضيع في إطار منظمة التجارة العالمية.
3. و من الأهمية للدول العربية إعداد تقييم خاص ومستمر قبل تقديم العروض النهائية للتدقيق في التوازن بين الالتزامات والمكاسب التجارية التي ستحصل عليها الدولة من العروض الأخرى، أو من نتائج المفاوضات في الموضوعات الأخرى بصفة عامة.
4. ينبغي وضع إستراتيجية عامة للخدمات بحيث تتضح أمام المفاوض العربي موقف القطاعات الخدمية بصفة عامة وبالتالي معرفة القطاعات التي يمكن تقديم الزامات بالتحرير بخصوصها في إطار الاتفاقيات الدولية والإقليمية والعربية .
5. ينبغي على الدول العربية عند اختيار القطاعات التي تسمح باستيراد الخدمات فيها، عدم المساس بموردي الخدمات المحليين، وذلك بالتأكد مما يسمعون به من كفاءة ومن ميزة نسبية تمكنهم من الوقوف أمام المنافسة الأجنبية، ويمكن للدول العربية أن تضع قيودا في تعهداتها، من بينها ألا تصدر الموافقة إلا إذا وافق مودوالخدمات الأجانب على جلب التقنيات الحديثة، وعلى تدريب الموظفين المحليين على استخدامها.
6. يجب على الدول العربية التي تفاوض للانضمام لمنظمة التجارة العالمية، أن تنتهج منهج التحرير التدريجي مع وضع بعض القيود التي من شأنها حماية الأمن القومي والهوية القومية وتعظيم المنافع الناجمة عن الانضمام لاتفاقية الجاتس، كما يوصي أيضا بدراسة إمكانية دخول مفاوضات اتفاقية الجاتس ككل اقتصادي إقليمي، تحت مظلة الجامعة العربية، على غرار دول الاتحاد الأوروبي .

ثالثا - شروط نجاح تحرير الخدمات المالية في الدول العربية: لقد أصبح من المعروف في الوقت الحالي أن تحرير تجارة الخدمات يتطلب الكثير من التحضير وسنحاول حتى ينجح إنضمام الدول العربية للاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية وتستفيد هذه الدول من تحرير قطاع الخدمات، يجب:

1. توافر محيط اقتصادي كلي مستقر، وهذا الاستقرار سيوفر جوا من الثقة في قدرة الحكومة وفي التحرير الاقتصادي، ولكن يجب الحذر أثناء الفترات الانتقالية لان هذا المحيط يكون معدل التضخم فيه ضعيفا ومستقرا مما يساعد المؤسسات المالية بالقيام بدور الوساطة بطريقة فعالة .
2. كما أنه يعتمد على سياسة مالية ونقدية قائمة على الاستقرار .
3. وتلعب سياسة أسعار الصرف دورا جوهريا في الحفاظ على نظام مالي مستقر .
4. ينبغي إعادة هيكلة مؤسسات الخدمة المالية قبل الولوج في عملية التحرير المالي وذلك بالتحول إلى الاندماج تكوين كيانات كبيرة قادرة على المنافسة والاستفادة من مزايا الحجم الكبير ووصولها إلى أحجام تقترب من المؤسسات المالية الأجنبية والوقوف بوجه الممارسات الاحتكارية.
5. و اثبتت الدراسات الاقتصادية أن التحرير المالي للدول العربية منفردة لم يترك آثارا ايجابية في حين كان الأثر ايجابيا على المستوى الجماعي، وعليه فإن التعامل على شكل اندماج للمؤسسات المالية وأسواقها من شأنه أن يفضي إلى مزايا اقتصادية أفضل في ظل اشتداد المنافسة في الأسواق المالية العالمية، كما سيسهم في تقوية موقفها التفاوضي في إطار الإسهام في اتخاذ القرارات على مستوى المنظمة العالمية للتجارة بما يحقق لها عوائد اقتصادية ملموسة.
6. على الدول العربية أن تواجه الآثار التي يمكن أن تنتج عن الاندماج في الاقتصاد العالمي ليس بغرض تقييم مدى جدوى الدخول في عملية التحرير أو التعرض لدور التحرير التجاري وأهميته في تحقيق النمو الاقتصادي، ولكن بهدف إلقاء الضوء على الواقع الذي يتسم به النظام الاقتصادي الدولي المحرر، فالتغيرات الدولية العالمية تفرض نفسها على واقع الدول النامية التي لا تمتلك حتى رفاهية قبور أو رفض هذا الواقع، لذلك فإن على الدول العربية أن تضع أهدافها ومصالحها الاقتصادية والاجتماعية والقومية نصب أعينها ، وعليها أن تنظر إلى مصالحها من منطلق المصلحة المشتركة لها وليس من منطلق مصلحة الدولة الواحدة.

المبحث الثاني: قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات

الأوراق المالية العربية باستخدام نماذج بانل

لمعرفة أفاق التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية في ظل تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة، إرتأينا قياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية، باستخدام نماذج بانل الساكن، من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول: إجراءات ومنهجية الدراسة القياسية

تستخدم العديد من الدراسات الإقتصادية المناهج البحثية الحديثة التي تعتمد على الأساليب الكمية المتطورة، وذلك بغرض الحصول على نتائج تتصف بالفعالية والدقة العالية، وهو ما يلعب دورا هاما في إختبار صحة النظريات الإقتصادية، ودراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية بعضها على بعض، ومن بين الأساليب الإحصائية المستخدمة بشكل واسع هي أساليب تحليل الانحدار لقياس العلاقة والتأثير بين المتغيرات الاقتصادية، ولكن لكل نوع من البيانات الأساليب الخاصة التي تناسبها، وربما يكون هنالك أكثر من أسلوب إحصائي لقياس علاقة إقتصادية بين بعض المتغيرات، مع وجوب إختيار الأسلوب الأكثر ملاءمة ودقة لوصف وتحليل البيانات المطلوبة.

تتمثل منهجية الدراسة في إستعمال الأسلوب القياسي لإختبار مدى صحة فرضية الدراسة القائلة بوجود تجانس بين الد المفردات (بورصات الأوراق المالية العربية) في نفس الوقت.

أولا- تقديم النموذج المستخدم ومتغيرات الدراسة: إن الملاحظ على البيانات المستخدمة (العينة) أنها تتكون من اثنا عشرة بورصة للدول العربية التالية: الأردن، تونس، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الجزائر، الكويت، المغرب، المملكة العربية السعودية، جمهورية مصر العربية، عمان، لبنان، قطر مأخوذة على 09 فترات سنوية من عام 2009 إلى غاية 2017 وبالتالي 09 مشاهدات، كما تم الاعتماد على مجموعة من الدراسات التطبيقية - كما سبق وأسلفنا- لكتابة النموذج المستخدم، بعد اختبارنا لمجموعة من المتغيرات، والتي كانت مختارة من الدراسات التي تناولت نفس الموضوع من جهة، ومن جهة أخرى للمعطيات المتاحة والتي تمكنا من الوصول والحصول عليها.

بالاستناد إلى الدراسات التجريبية التي تناولت قياس التعاون بين بورصات الأوراق المالية، والدراسات الوصفية التي حللت نتائج تحرير تجارة الخدمات المالية لاسيما على الدول التي تمتلك بورصات، وفي ظل معطيات العينة المستخدمة في التحليل سيتم استخدام نموذج ذو المعادلة الواحدة، بحيث يكون يمكن كتابة العلاقة الرياضية في شكل دالة كالآتي:

$$R_{it} = f(KAOPEN_{it}, DOUV_{it}, IDE_{it}, INF_{it})$$

حيث:

R_{it} : عائد بورصات الأوراق المالية.

$KAOPEN_{it}$: مؤشر التحرر المالي.

$DOUV_{it}$: درجة الانفتاح التجاري

IDE_{it} : تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

INF_{it} : معدل التضخم

كما يمكن كتابته في شكل مختصر حيث نرسم لجميع المتغيرات التفسيرية بـ X_{it} كما يلي:

حيث:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$$t = 1, 2, \dots, T \quad i = 1, 2, \dots, N$$

ولإجراء هذه الدراسة؛ تم جمع بيانات عن متغيرات الدراسة في بورصات الأوراق المالية لعيّنة البحث وعددها اثنتا عشر دولة وهي: دولة الأردن ويرمز لها بـ (JOR)، ودولة تونس ويرمزها (TUN)، ودولة الإمارات العربية المتحدة ويرمزها (UAE)، والبحرين ويرمزها (BHR)، دولة الجزائر ويرمزها (ALG)، ودولة الكويت ويرمزها (KWT)، ودولة المغرب ويرمزها (MOR)، المملكة العربية السعودية ويرمز لها بـ (SAU)، ودولة مصر ويرمز لها بـ (EGY)، ودولة عمان ويرمزها (OMA)، ودولة لبنان ويرمزها (LEB)، وأخيراً دولة قطر ويرمزها (QTR)، أي أن $N=12$ (العدد المقطعي)، والتي تم إختيارها لأنها دول عربية منظمة للمنظمة العالمية للتجارة و قد قدمت أو ستقدم إلتزامات في إطار الإتفاقيه العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية كالأردن، تونس، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الكويت، المغرب، السعودية، مصر، عمان وقطر، أو دول عربية تحاول الإنضمام إلى منظمة التجارة العالمية كالجزائر ولبنان.

كما سوف تغطي الدراسة الفترة الزمنية (2009-2017) بمعنى $T=9$ (العدد الزمني)، وعلى هذا الأساس يكون حجم العيّنة الكلي هو $N*T=108$ ، علماً بأن العيّنة التي سنستخدم عليها في البحث تتضمن بيانات إحصائية متوازنة (Balanced Panel Data)، حيث يكون لكل وحدات البعد المقطعي نفس العدد من المشاهدات المأخوذة خلال فترة زمنية معينة، كما أننا سنستخدم على المتغيرات التالية:

➤ R_{it} : عائد بورصات الأوراق المالية العربية في الفترة t في الدولة i ، كمتغير تابع؛ و الذي تم

حسابه على أساس المتوسط السنوي للمؤشر المركب لصندوق النقد العربي، والذي تمت الإشارة له

في الفصل الثاني.

أما المتغيرات المستقلة فتتمثل في:

➤ $KAOPEN_{it}$: مؤشر التحرر المالي¹ في الفترة t في الدولة i ، الذي يقيس درجة إنفتاح حساب رأس المال في أي بلد بالإعتماد على البيانات التي يصدرها صندوق النقد الدولي، وهو متغير ثنائي يأخذ قيمة سنوية 0 في حالة وجود قيود على معاملات حساب رأس المال ويأخذ القيمة 1 في حالة تحرير حساب رأس المال، وقد تم الحصول عليه من الموقع الإلكتروني http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm ، ونتوقع أن تكون العلاقة بينه وبين عائد بورصات الأوراق المالية طردية.

$DOUV_{it}$

➤ : درجة الانفتاح التجاري في الفترة t في الدولة i ، وهو يعبر عن تطور العلاقات التجارية وشعاع للتكامل الاقتصادي ويمثل مصدر أساسي للتكامل المالي ونتوقع أن تكون العلاقة بينه وبين عائد بورصات الأوراق المالية طردية، وقد تم حسابه بقسمة مجموع الصادرات والواردات للبلد مقيمة بالدولار الأمريكي على الناتج المحلي الإجمالي للبلد مقيم بالدولار الأمريكي أيضا.

IDE_{it}

➤ : تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الفترة t في الدولة i ، ويعد مصدر هام للتمويل الخارجي للبلدان ويوفر مزايا معتبرة عن كل من تلك الأنماط للتدفقات المالية وفضلا عنه أنه يدعم مخزون رأس المال الوطني ، له أثر إيجابي ويعتبر هذا النمط من التمويل الأقل تقلبا عن مختلف مصادر التمويل الأخرى، ونتوقع أن تكون العلاقة بينه وبين عائد بورصات الأوراق المالية طردية ، وقد تم حسابه أيضا كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، مع تقييم الكل بالدولار الأمريكي.

INF_{it}

➤ : معدل التضخم في الفترة t في الدولة i ، والذي يعكس لنا الاستقرار النقدي للبلد والاقتصاد الكلي، وهو يعتبر شرط أساسي للتطور المالي للبلد، ونتوقع أن تكون العلاقة بينه وبين عائد بورصات الأوراق المالية عكسية.

¹ - جاء به العلمان Chinn، D، Menzie و Hiro Ito

نشير إلى أن كل من درجة الإنفتاح التجاري، تدفقات الإستثمار الأجنبي، ومعدل التضخم تم إستخراجها من الموقع الإلكتروني للبنك الدولي www.databank.albankaldawli.org.

مع العلم أنه لا يمكننا إضافة متغيرات أخرى بالرغم من أهميتها؛ لعدم توفر بيانات موزعة عبر الدول، وخلال فترة الدراسة.

وجاء إختيار هذه الفترة الزمنية بالتحديد دون غيرها لأنها الفترة التي توفرت خلالها معلومات عن أداء بورصة الجزائر، وأيضاً فهي من الناحية الإحصائية فترة طويلة خاصة باعتمادنا على نماذج بانل الذي يعمل على حل المشكلة بتضخيم حجم العينة ليصبح 108 مشاهدة عوض الإعتماد على السلسلة الزمنية والتي تحوي 09 مشاهدات، (09 فترات زمنية مضروبة في اثنتا عشرة دولة) وكافية لإجراء دراسة قياسية على أسس سليمة وقادرة على إعطاء نتائج دقيقة.

لقد اعتمدت الدراسة بشكل أساسي على إستخدام برنامج التحليل الإحصائي القياسي (Eviews 8) لتطبيق كافة الأساليب الإحصائية والقياسية التي قمنا بها، إضافة إلى تقدير النماذج القياسية بصيغتها النهائية.

ثانياً- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: يعتبر التحليل الوصفي من الأساليب الهامة في عرض البيانات الإقتصادية، وإعطاء مؤشرات أولية عن طبيعة المتغيرات الإقتصادية عبر الزمن، كما أنه يقوم بعرض أهم الخصائص والمؤشرات الإحصائية للمتغيرات محل الدراسة، والمتمثلة في: المتوسط، الإنحراف المعياري، الوسيط، إضافة إلى أقصى وأدنى قيمة للمتغير.

الجدول (4-9): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	R	KAOPEN	DOUV	IDE	INF
Mean	291.0391	0.666667	97.87487	4.137217	3.448972
Median	273.6000	1.000000	94.10186	3.481904	2.932331
Maximum	1093.150	1.000000	191.8778	16.71315	29.50193
Minimum	62.55000	0.000000	30.24655	-10.04330	-4.863278
Std. Dev.	204.7532	0.473602	34.93651	3.489779	3.903333
Skewness	1.677974	-0.707107	0.721627	0.018009	3.054946
Kurtosis	7.091573	1.500000	3.391104	6.344460	20.36213
Jarque-Bera	126.0151	19.12500	10.06175	50.34019	1524.484
Probability	0.000000	0.000070	0.006533	0.000000	0.000000
Sum	31432.22	72.00000	10570.49	446.8194	372.4890
Sum Sq. Dev.	4485853.	24.00000	130599.9	1303.105	1630.253
Observations	108	108	108	108	108

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews 8

من خلال الجدول أعلاه؛ نلاحظ وجود تباين بين الدول في المتغيرات التي يتم دراستها، وفيما يلي توضيح لكل مؤشر على حدى:

1. سلسلة عائد بورصات الأوراق المالية العربية (R): تتكون السلسلة من 108 مشاهدة بالنسبة لاثنتي عشرة دول خلال فترة زمنية ممتدة من سنة 2009 إلى غاية 2017، بمتوسط 291.0391، وقيمة عظمى 1093.150، وكان ذلك في سنة 2014 والمتعلقة بدولة قطر وكان سبب إرتفاع هذه القيمة، هو فوز دولة قطر بإستضافة وتنظيم تصفيات كأس العالم لكرة القدم في العام 2022، حين أن أدنى قيمة لها بلغت 62.55 وذلك في الجزائر في سنة 2009، بسبب ضعف أداء هذه البورصة كنتيجة حتمية لقلة عدد الشركات المدرجة، ومحدودية أوقات التعامل الأمر الذي جعلها غير قادرة على إستقطاب المستثمرين، وينصفها وسيط قيمته 273.6، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري مقداره 204.7532.

2. سلسلة مؤشر التحرر المالي (Kaopen): تتكون السلسلة من 108 مشاهدة بالنسبة لاثنتي عشرة دول خلال فترة زمنية ممتدة من سنة 2009 إلى غاية 2017، بمتوسط 0.666667، وقيمة عظمى 1، وكان لكل من الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الكويت، السعودية، قطر وسلطنة عمان، ومصر خلال الفترة 2009-2011 ولبنان خلال الفترة 2009-2014 لأن هذه الدول قد قامت بإجراءات لتحرير حساب رأس المال، في حين أن أدنى قيمة لها بلغت 0 وذلك لكل من تونس، الجزائر، والمغرب، وهي الدول التي تفرض قيود على حركة رأس المال، ومصر خلال الفترة 2012-2017 ولبنان خلال الفترة 2015-2017 وينصفها وسيط قيمته 1، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري مقداره 0.473602.

3. سلسلة الانفتاح التجاري (DOUV): تتكون السلسلة من 108 مشاهدة بالنسبة لاثنتي عشرة دول خلال فترة زمنية ممتدة من سنة 2009 إلى غاية 2017، بمتوسط 97.87487، وقيمة عظمى 191.8778، وكان ذلك في سنة 2013 والمتعلقة بدولة البحرين بسبب إرتفاع صادرات هذا البلد، على الرغم من أن عام 2013 شهد إنخفاض الصادرات لمعظم الدول العربية بسبب التراجع في أسعار النفط، في حين أن أدنى قيمة لها بلغت 30.24655 وذلك في جمهورية مصر العربية في سنة 2016، بسبب تراجع قيمة الواردات المصرية في هذه السنة، وينصفها وسيط قيمته 94.10186، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري مقداره 34.93651.

4. سلسلة تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة (IDE): تتكون السلسلة من 108 مشاهدة بالنسبة لاثنتي عشرة دول خلال فترة زمنية ممتدة من سنة 2009 إلى غاية 2017، بمتوسط

4.137217، وقيمة عظمى 16.71315، وكان ذلك في سنة 2009 والمتعلقة بدولة لبنان، مما يعكس الثقة الكبيرة التي تمتع بها الجهاز المصرفي اللبناني خلال الأزمة العالمية، في حين أن أدنى قيمة لها بلغت 10.04330- وذلك في البحرين سنة 2015، حيث تركزت في هذه الفترة مشروعات وشركات الإستثمار الأجنبي المباشر في عدد محدود من الدول، فاستحوذت كل من الإمارات والسعودية والمغرب ومصر وقطر على ما يزيد على 96% من شركات الإستثمار الأجنبي بالمنطقة، وعلى ما يزيد من 68% من المشروعات¹ منصفها وسيط قيمته 3.481904، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري مقداره 3.489779.

5. سلسلة معدل التضخم (INF): تتكون السلسلة من 108 مشاهدة بالنسبة لاثنتي عشرة دول خلال فترة زمنية ممتدة من سنة 2009 إلى غاية 2017، بمتوسط 3.448972، وقيمة عظمى 29.50193، وكان ذلك في سنة 2014 والمتعلقة بدولة مصر، بسبب تعديل أسعار بعض السلع المحددة إداريا ومن بينها منتجات الطاقة، في حين أن أدنى قيمة لها بلغت 4.863278- وذلك في الجزائر في سنة 2009، حيث شهدت الأوضاع النقدية والمصرفية في الإقتصاد الجزائري تطورات إيجابية عديدة خلال 2009 إضافة إلى إعلان الحكومة عن عزمها تعديل قانون النقد والقرض، وينصفها وسيط قيمته 2.932331، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري مقداره 3.903333.

المطلب الثاني: تقدير الأثر باستعمال نماذج بانل الساكنة

بهدف قياس هذا الأثر سيتم تقدير نماذج إنحدار بانل الساكن بأنواعها الثلاثة (نموذج الإنحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية) لتحديد طبيعة العلاقة بين **عائد بورصات الأوراق المالية العربية والمتغيرات الاقتصادية** (مؤشر التحرر المالي، درجة الانفتاح التجاري، تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدل التضخم)، وذلك بالإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews8، وبعدها سنقوم بإختيار أفضل نموذج بإستخدام كل من إختباري فيشر Fisher وهوسمان (Hausman).

أولاً - تقدير نماذج إنحدار بانل الساكن بأنواعها الثلاثة: هدف دراسة التجانس بين بورصات الدول العربية قيد الدراسة من خلال المتغيرات المدروسة والتعرف على سبب الاختلافات غير الملحوظة (هل الاختلاف الحاصل هو بسبب اختلاف الدول أم أنه اختلاف بسبب الزمن أم أنه اختلاف عشوائي) وللإجابة عن فرضية وجود تجانس بين الدول الخليجية؛ سنستخدم نماذج البانل الساكن.

¹ - مناخ الإستثمار في الدول العربية 2016، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، ص 13.

حيث سيتم تقدير النموذج الساكن لأثر المتغيرات الاقتصادية العربية قيد الدراسة على عائد بورصات الأوراق المالية بأنواعه الثلاث: النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

1. تقدير نموذج بانل الساكن للعلاقة بين عائد الأسواق المالية العربية والمتغيرات

الاقتصادية قيد الدراسة:

عند تقديرنا للنموذج الساكن لأثر المتغيرات الاقتصادية على عائد بورصات الأوراق المالية العربية تحصلنا على النتائج المبينة في الجدول الموالي:

الجدول (4-10): نتائج تقدير النموذج الساكن بين عائد بورصات الأوراق المالية العربية والمتغيرات الاقتصادية

المتغير التابع: يمثل مؤشر عائد بورصات الأوراق المالية العربية (R)			
الفترة الزمنية (2009-2010) T=9 N=12 عدد المشاهدات			
108=9×12			
المتغيرات التفسيرية	النموذج التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
القاطع Constante	363.0002 (5.360986)*	359.0742 (5.133574)*	185.0959 (2.174195)**
KAOPEN	160.3292 (0.0007)*	172.0994 (3.707176)*	42.68838 (0.949003)
DOUV	-1.314693 (-2.111076)**	-1.419225 (-2.213995)**	0.871036 (1.110363)
IDE	1.439074 (0.265046)	3.082936 (0.548365)	-4.051911 (-1.086384)
INF	-16.32114 (-3.258600)*	-16.46696 (-3.198858)*	2.595343 (0.735744)
R ² :R-squared	0.214850	0.267993	0.034527
Adjusted R-squared	0.184359	0.175529	-0.002967
F-statistic	7.046289	2.898346	0.920874
Prob(F-statistic)	0.000047	0.001877	0.454848

0.848677	0.402424	0.487106	Durbin Watson
----------	----------	----------	----------------------

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews8 (أنظر الملحق رقم 4-1)
* معنوية عند المستوى 1 %، ** معنوي عند 5 %، *** معنوي عند 10 %.

2. المفاضلة بين النماذج: بعد تقدير النماذج الثلاثة لبيانات بانل، تأتي المرحلة الثانية وهي المفاضلة بينها، حيث سيتم الإعتماد على اختبار فيشر للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، واختبار هوسمان (Hausman) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية:

1-2 المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة: بالإعتماد على اختبار Fisher سيتم المفاضلة بين النموذجين، حيث أن:

- الفرضية الصفرية: النموذج التجميعي هو الملائم.
- الفرضية البديلة: نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

يسمح هذا الإختبار بمعرفة وجود إختلاف بين بورصات الأوراق المالية العربية من عدمه، أي هل ثابت الإنحدار مشترك بين جميع البورصات أم لكل بورصة ثابت خاص بها، ونتائج الإختبار موضحة في الجدول الموالي:

الجدول (4-11): نتائج إختبار فيشر

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	29.939203	(11,92)	0.0000
Cross-section Chi-square	164.336118	11	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات Eviews8

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الإحتمالية للإحصائية فيشر تساوي 0.0000 وهي أصغر من 5 %، وبالتالي نرفض فرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لبيانات الدراسة عند مستوى المعنوية 5 %، وبحصلنا على هذه النتيجة سوف نتقل إلى المرحلة الثانية والمتمثلة في:

2-2. المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية: بالإعتماد على

إختبار Hausman سيتم المفاضلة بين النموذجين، حيث أنه مبني على الفرضيات التالية:

- الفرضية الصفرية: نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

- الفرضية البديلة: نموذج الآثار الثابتة هو الملائم.

الجدول (4-12): نتائج إختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	11.730283	4	0.0195

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات Eviews9

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن القيمة الإحتمالية للإحصائية كاي تربيع والتي تساوي 0.0195 وهي أقل من 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لبيانات الدراسة عند مستوى المعنوية 5%، بمعنى أن النموذج ذو الأثر الثابت ذو معنوية أكبر في تقدير بيانات الدراسة عن أساليب التحليل الأخرى داخل نموذج بانل، بمعنى أن الأثر الفردي ثابت، ويختلف من بورصة لأخرى حسب خصوصية كل دولة، أي أن التباين أو الاختلاف في النموذج يكون في المقطع (α_{it}) عبر الدول (i)، وبالتالي رفض فرضية التجانس فيما بينها.

ثانياً - التفسير الإحصائي والاقتصادي لنتائج نموذج الأثر الثابت للأفراد (الدول): بعد نتائج

إختبار Hausman والذي بيّن مدى ملاءمة نموذج التأثيرات الثابتة للدراسة، سوف نقدر معالم هذا

النموذج كما يلي:

1. تقدير نموذج الأثر الثابت للأفراد (الدول): بعد إجراء عملية التقدير أعطيت النتائج الموضحة في

الجدول الموالي:

الجدول (4-13): نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت للأفراد (الدول).

Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Date: 10/28/19 Time: 06:35
Sample: 2009 2017
Periods included: 9
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	172.0994	46.42332	3.707176	0.0004
DOUV	-1.419225	0.641024	-2.213995	0.0292
IDE	3.082936	5.622057	0.548365	0.5847
INF	-16.46696	5.147762	-3.198858	0.0019
C	359.0742	69.94624	5.133574	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.267993	Mean dependent var	291.0391
Adjusted R-squared	0.175529	S.D. dependent var	204.7532
S.E. of regression	185.9167	Akaike info criterion	13.40096
Sum squared resid	3283677.	Schwarz criterion	13.72381
Log likelihood	-710.6519	Hannan-Quinn criter.	13.53186
F-statistic	2.898346	Durbin-Watson stat	0.402424
Prob(F-statistic)	0.001877		

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews9

من خلال مخرجات الجدول أعلاه، نحصل على النموذج التقديري التالي:

$$R = 359.07 + 172.0994 * KAOPEN_{it} - 1.42 * DOUV_{it} + 3.08 * IDE_{it} - 16.47 * INF_{it}$$

(.99) (.029) (-1.1.26) (.47) (.0.2.12)

$R^2 = 0.2680$ F-Statistic = 2.898346 DW = 0.402

Prob(F-statistic) = (0.001877)

2. تشخيص النموذج المقدر وتحليل النتائج إحصائياً: فيما يلي سيتم إختبار معنوية المعالم

ثم إختبار المعنوية الكلية للنموذج كما يلي:

1.2 إختبار معنوية المعالم: يمكن القول أن:

➤ الثابت C معنوي، حيث أن الإحتمال الموافق له يساوي 0.0000، وهو أقل من 5%، وعليه نرفض الفرضية الصفرية، وبالتالي الثابت معنوي يختلف عن الصفر عند المستوى 5%.

العربية - دراسة قياسية -

➤ بالنسبة لمعامل مؤشر التحرر المالي $KAOPEN_{IT}$ ، نلاحظ أن الإحتمال الموافق له يساوي 0.0004، وهو أقل من 5%، وعليه نرفض الفرضية الصفرية، وبالتالي هذا المتغير معنوي إحصائياً يختلف عن الصفر عند المستوى 5%، كما أن التأثير موجب، حيث بلغت قيمة المعامل (172.0994) أي أن إرتفاع قيمة مؤشر التحرر المالي بـ 1% يؤدي إلى إرتفاع مؤشر عائد بورصات الأوراق المالية بـ 172.09%، وهو موافق للواقع الإقتصادي، حيث يمكن تفسيره على أن التحرير المالي له أثر إيجابي على أداء بورصات الأوراق المالية.

➤ النسبة لمعامل درجة الانفتاح التجاري $DOUV_{IT}$ ، نلاحظ أن الإحتمال الموافق له يساوي 0.0292، وهو أقل من 5%، وعليه نرفض الفرضية الصفرية، وبالتالي هذا المتغير معنوي إحصائياً يختلف عن الصفر عند المستوى 5%، كما أن التأثير سالب، حيث بلغ المعامل -1.42؛ أي إرتفاع درجة الانفتاح التجاري بوحدة واحدة يؤدي إلى إنخفاض مؤشر عائد بورصات الأوراق المالية بـ 1.42 وحدة، وهو غير موافق للواقع الإقتصادي من حيث الإشارة، ولواقع إقتصاديات دول العينة من حيث القيمة، ولعل سببه هو تباين درجات الإنفتاح التجاري لدى الدول العربية عينة الدراسة، هناك دول عضوة في المنظمة العالمية للتجارة و قد قدمت إلتزامات و إعفاءات بموجب إتفاقيات هذه المنظمة، ودول أخرى غير عضوة ومازالت تعاني تجارتها الخارجية من العديد من القيود مثل الجزائر ولبنان، وذلك على المستويين تجارة السلع وتجارة الخدمات.

➤ بالنسبة لمعامل تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة IDE_{IT} ، نلاحظ أنه غير معنوي يساوي الصفر عند أي مستوى من المستويات الثلاثة، ذلك أن الإحتمال يساوي 0.5847 وهو أكبر من 5%، مما يعني قبول الفرضية الصفرية، وبالتالي غياب تأثير معدل تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على عائد بورصات الأوراق المالية العربية، حيث بلغت قيمة المعامل (3.08) خلال فترة الدراسة، وقد جاءت موجبة وهذا موافق للنظرية الاقتصادية، ولعل ذلك راجع إلى أن المستثمر الأجنبي يفضل دائماً إمتلاك حصة من الأوراق المالية للمشروع لأن هذا يحول له المشاركة في إجتتماعات مجلس الإدارة والتصويت على قراراته، وبالنسبة إليه هذا نوع من أنواع المراقبة و الإشراف على المشروع.

➤ بالنسبة لمعامل معدل التضخم INF_{IT} ، نلاحظ أنه معنوي يختلف عن الصفر، ذلك أن الإحتمال يساوي 0.0019 وهو أقل من 5% مما يعني رفض الفرضية الصفرية، وبالتالي وجود تأثير لمعدل التضخم على عائد الأسواق المالية العربية، حيث بلغت قيمة المعامل -16.47 خلال فترة الدراسة، وجاءت إشارته سالبة وهذا موافق للطرح الاقتصادي؛ ومفاده انه ارتفاع معدل التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى إنخفاض عائد بورصات الأوراق المالية العربية بـ 16.47 وحدة.

2.2 اختبار المعنوية الكلية للنموذج: لإختبار المعنوية الكلية للنموذج المتحصل عليه سوف

نعتمد على معامل التحديد واختبار فيشر كالأتي:

✓ **معامل التحديد (R^2):** من خلال قيمة معامل التحديد والتي تساوي تقريبا 0.2680 يمكن

القول أن المتغيرات المستقلة تفسر 26.80% من التغير الكلي في عائد الأسواق المالية العربية،

والباقي (73.2%) راجع للأخطاء، بما فيها متغيرات ومحددات أخرى لم تدرج في النموذج؛

✓ **اختبار فيشر:** بما أن الإحصائية المحسوبة لفيشر تساوي 2.898346 والتي يقابلها الإحتمال

0.001877، وهو أقل من 5%، فإننا نرفض الفرضية الصفرية، ونقبل الفرضية البديلة،

وبالتالي النموذج معنوي إحصائيا عند المستوى 5%، أي أن كل معامله تختلف معنويا عن

الصفر.

✓ غياب مشكل عدم ثبات التباين للأخطاء وهذا من مميزات نموذج بانل.

3. إختبار وجود أثر فردي ثابت: يعتمد هذا الإختبار على إحصائية فيشر، وهو يسمح

بمعرفة ما إذا كان هناك إختلاف في التأثير ما بين الأفراد (البورصات) أم انه ثابت في مجموعة البورصات

المدرسة، وتعطى الصيغة الإحصائية لهذا الاختبار حسب الشكل التالي:

$$F = \frac{(R_1^2 - R_0^2)}{(1 - R_1^2) / (NT - N - K)} \rightarrow F(N - 1, NT - N - K)$$

حيث: R_1^2 : تمثل معامل التحديد للنموذج ذو الأثر الثابت؛

R_0^2 : تمثل معامل التحديد للنموذج التجميعي؛

K : عدد المتغيرات المستقلة؛

إذا كان $F > F_{0.05}^{(N-1, NT-N-K)}$ فإننا نرفض الفرضية الصفرية (عدم وجود أثر فردي).

مع العلم أن الفرضية هي :

✓ **الفرضية الصفرية:** الأثر الفردي لا يختلف من مفردة (بورصة) إلى أخرى (عدم وجود أثر

فردي).

✓ **الفرضية البديلة:** الأثر الفردي يختلف من مفردة (بورصة) إلى أخرى (وجود أثر فردي).

وعليه، سيتم توضيح نتائج إختبار وجود أو عدم وجود الأثر الثابت الفردي في الجدول الموالي:

الجدول (4-14): إختبار وجود أو عدم وجود الأثر الثابت للأفراد (البورصات العربية)

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	29.939203	(11,92)	0.0000
Cross-section Chi-square	164.336118	11	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews8

من خلال الجدول أعلاه؛ نلاحظ أن الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أقل من 5%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، أي أن الأثر الفردي يختلف من بورصة لأخرى، وبالتالي فإن تأثير المتغيرات المستقلة على استقرار عائد الأسواق المالية العربية لبورصات دول العينة يختلف من دولة لأخرى؛ كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول (4-15): أثر الأفراد (البورصات العربية)

Cross-section Fixed Effects		
	COUNTRY	Effect
1	JOR	63.94716
2	TUN	-206.1186
3	UAE	-10.75032
4	BHR	-253.6051
5	ALG	181.4478
6	KWT	32.98396
7	MOR	207.7464
8	SAU	59.08066
9	EGY	-125.4873
10	LBN	-62.62421
11	QTR	-473.1898
12	OMN	3.085499

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews8

من خلال نتائج الجدول أعلاه، نلاحظ مدى فعالية التحرر المالي في تعزيز التعاون بين بورصات الأوراق المالية في كل من تونس، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، مصر، لبنان وقطر؛ وعدم فعاليته في الأردن، الجزائر، الكويت، المغرب، السعودية.

4. إختبار وجود أثر ثابت للزمن (السنوات):

الجدول الموالي يوضح وجود تأثير المتغيرات المستقلة على عائد بورصات الأوراق المالية العربية y يختلف من سنة إلى أخرى من عدمه:

الجدول رقم (4-16): أثر الزمن (السنوات)

Period Fixed Effects		
	DATEID	Effect
1	2009-01-01	-101.7828
2	2010-01-01	-24.21355
3	2011-01-01	-28.98414
4	2012-01-01	-21.45445
5	2013-01-01	3.262310
6	2014-01-01	50.64451
7	2015-01-01	30.56103
8	2016-01-01	29.76624
9	2017-01-01	62.20080

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews8

من خلال نتائج الجدول أعلاه، يمكن تقسيم فترة الدراسة إلى قسمين، حيث يمتد القسم الأول من سنة 2009 إلى غاية سنة 2012 (إشارة المعاملات سالبة)، مما يدل على أن ما يميز هذه الفترة هو فاعلية المتغيرات التفسيرية في تعزيز عائد بورصات الأوراق المالية العربية، في حين أن القسم الثاني الممتد من سنة 2013 إلى غاية سنة 2017 (إشارة المعاملات موجبة)، حيث أصبح التأثير غير فعال، والسبب الرئيسي لإنقسام فترة الدراسة إلى قسمين حسب وجهة نظرنا إلى أن الفترة من 2009 إلى غاية سنة 2012 شهدت العديد من الأحداث كتداعيات الأزمة المالية العالمية على معظم البورصات عينة الدراسة، والإضطرابات السياسية التي عرفتها الدول العربية، مما دفع بالسلطات الإشرافية والرقابية في بورصات الأوراق المالية العربية إلى إتخاذ الإجراءات اللازمة لتأمين إستقرار أسواقها وحماية المستثمرين، و عام 2012 شهد صعود بعض البورصات العربية إلى مصاف البورصات الناشئة ودخول المؤشرات العالمية، هذا ما كان له أثر على عوائد هذه البورصات.

المطلب الثالث: اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات الاقتصادية الكلية في

البورصات العربية

أولاً - دراسة إستقرارية السلاسل الزمنية: في هذا الجزء سيتم عرض نتائج إختبار جذر الوحدة،

حيث سنقوم بدراسة إستقرارية السلاسل الزمنية كما هي مبينة في الجدول الموالي:

الجدول (4-17): نتائج إختبار جذر الوحدة عند المستوى

القرار	الفرضية الصفرية: تحتوي السلسلة على جذر الوحدة						المتغير
	ADF test		IPS test		LLC test		
	الاحتمال	معلمة الاختبار	الاحتمال	معلمة الاختبار	الاحتمال	معلمة الاختبار	
غير مستقرة	0.0126	42.0985	0.1749	-0.93487	0.0000	-6.71106	عائد الأسواق المالية R
	0.0002	56.3232	0.0005	-3.28692	0.0000	-10.8507	وجود ثابت واتجاه زمني
	0.9787	12.1017	-	-	0.5227	0.05690	وجود ثابت وبدون اتجاه زمني
غير مستقرة	0.8112	1.58660	0.6420	0.36393	0.0433	-1.71402	مؤشر التححرر المالي KAOPE N
	0.8094	1.59670	0.7307	-0.61498	0.2730	-0.60382	وجود ثابت واتجاه زمني
	0.0660	8.80512	-	-	0.0181	-2.09573	وجود ثابت وبدون اتجاه زمني
غير مستقرة	0.1072	32.8528	0.3155	-0.48029	0.0000	-8.99462	درجة الانفتاح التجاري DOUV
	0.0025	45.8119	0.0047	-1.68540	0.0000	-4.67714	وجود ثابت واتجاه زمني
	0.2974	27.1531	-	-	0.0956	-1.30733	وجود ثابت وبدون اتجاه زمني
غير مستقرة	0.0832	34.0818	0.2500	-0.67453	0.0000	-6.55432	تدفقات الاستثمارات الأوردن المباشرة. IDE
	0.0000	66.0473	0.0000	-4.31180	0.0000	-7.92366	وجود ثابت واتجاه زمني
	0.0001	60.3180	-	-	0.0000	-5.05149	وجود ثابت وبدون اتجاه زمني
غير	0.1795	30.1617	0.4815	-0.04642	0.0000	-4.52540	معدل التضخم

0.1289	31.9219	0.3348	-0.42659	0.0005	-3.29533	وجود ثابت	INF
0.0503	36.3919	-	-	0.0048	-2.59225	بدون ثابت ولا اتجاه زمني	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات 8 Eviews

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه وباعتمادنا على نتائج الاختبارات الثلاثة أنه وبحكم نتائج أغلبية الاختبارات يمكن القول انه:

1. بالنسبة لسلسلة عائد الأسواق المالي (R) عند المستوى: معظم الإحتمالات أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أنها غير مستقرة عند المستوى.

2. بالنسبة لسلسلة مؤشر التحرر المالي (KAOPEN) عند المستوى: معظم الإحتمالات أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أنها غير مستقرة عند المستوى.

3. بالنسبة لسلسلة درجة الانفتاح التجاري (DOUV) عند المستوى: معظم الإحتمالات أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أنها غير مستقرة عند المستوى.

4. بالنسبة لسلسلة تدفقات الاستثمارات الأردن المباشرة (IDE) عند المستوى: معظم الإحتمالات أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أنها غير مستقرة عند المستوى؛

5. بالنسبة لسلسلة معدل التضخم (INF) عند المستوى: معظم الإحتمالات أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أنها غير مستقرة عند المستوى.

ولجعل السلسلة مستقرة نقوم بإجراء إختبارات جذر الوحدة عليها عند الفرق الأول، والنتائج المتحصل عليها مبينة في الجدول الموالي:

الجدول (4-18): نتائج إختبارات جذر الوحدة للسلاسل عند الفروق الأولى

القرار	الفرضية الصفرية: تحتوي السلسلة على جذر الوحدة						المتغير	
	ADF test		IPS test		LLC test			
	الاحتمال	معلمة الاختبار	الاحتمال	معلمة الاختبار	الاحتمال	معلمة الاختبار		
مستقرة	0.0028	47.6340	0.0944	-1.31436	0.0000	-12.6304	وجود ثابت واتجاه زمني	عائد الأسواق المالية R
	0.0000	60.3111	0.0001	-3.63786	0.0000	-7.76491	وجود ثابت	
	0.000	110.320	-	-	0.0000	-9.99675	بدون ثابت ولا اتجاه زمني	
مستقرة	0.0000	59.7945	0.0025	-2.15610	0.0002	-3.54274	وجود ثابت واتجاه زمني	مؤشر التحرر المالي KAOPEN
	0.0000	37.6071	0.0000	-5.10365	0.0000	-5.41826	وجود ثابت	
	0.0000	72.2454	-	-	0.0000	-9.53727	بدون ثابت ولا اتجاه زمني	
مستقرة	0.0001	32.6229	0.0000	-4.70054	0.0290	-1.89587	وجود ثابت واتجاه زمني	درجة الانفتاح التجاري DOUV
	0.0230	39.7072	0.0311	-1.86461	0.0000	-5.44729	وجود ثابت	
	0.0000	75.3180	-	-	0.0000	-7.67390	بدون ثابت ولا اتجاه زمني	
مستقرة	0.0028	47.6557	0.0082	-1.36964	0.0000	-10.9967	وجود ثابت واتجاه زمني	تدفقات الاستثمارات الأردنية المباشرة. IDE
	0.0000	35.7713	0.0000	-4.97723	0.0008	-3.15655	وجود ثابت	
	0.0000	135.609	-	-	0.0000	-12.3180	بدون ثابت ولا اتجاه زمني	
مستقرة	0.0000	34.7978	0.0000	-5.24157	0.0000	-4.44549	وجود ثابت واتجاه زمني	معدل التضخم INF
	0.0009	51.5795	0.0041	-2.64725	0.0000	-6.77618	وجود ثابت	
	0.0000	94.5935	-	-	0.0000	-8.20600	بدون ثابت ولا اتجاه زمني	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معظم القيم الإحتمالية أقل من مستوى المعنوية 5 %، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، أي أن السلسلة لا تحوي جذر الوحدة، وعليه فهي مستقرة عند الفرق الأول.

مما سبق؛ يتضح لنا من خلال الاختبارات السابقة والخاصة باختبارات جذر الوحدة المبينة في الجدول أدناه، إستقرارية كل السلاسل الزمنية عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة واحد، مما يعني إمكانية أن تربط بينهم علاقة توازنية طويلة المدى، أو ما يعرف بالتكامل المشترك بينهم، والجدول التالي يلخص نتائج اختبار الاستقرارية لمتغيرات الدراسة.

الجدول (4-19): ملخص نتائج اختبارات جذر الوحدة لكل السلاسل الزمنية

السلسلة	R	KAOPEN	DOUV	IDE	INF
القرار	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على نتائج الجدول السابق.

ثانيا- اختبار التكامل المشترك: بعد التأكد من استقرارية السلاسل الزمنية قيد الدراسة عند الفرق الأول سنقوم باختبار وجود تكامل مشترك فيما بينها بتطبيق اختبار بدروني كما يلي:

- اختبار بدروني **Pedroni test** للتكامل المشترك: بتطبيق هذا الاختبار على السلاسل

الزمنية قيد الدراسة تحصلنا على النتائج المبينة في الجدول الموالي:

الجدول (4-20): نتائج اختبار بدروني للتكامل المشترك

- اختبارات البعد الداخلي (within dimation)

الاختبار المطبق	القيمة الإحصائية	القيمة الاحتمالية	القيمة الإحصائية	القيمة الاحتمالية
	بدون ترجيح		بالترجيح	
Panel v-Statistic	-1.037266	0.8502	-1.017188	0.8455
Panel rho-Statistic	1.169544	0.8789	1.157682	0.8765
Panel PP-Statistic	-3.016053	0.0013	-2.908587	0.0018
Panel ADF-Statistic	-2.923303	0.0017	-2.913641	0.0018

اختبارات البعد الخارجي (between-dimension)

القيمة الاحتمالية	القيمة الإحصائية	الاختبار المطبق
0.9669	1.837455	Group rho-Statistic
0.0006	-3.257939	Group PP-Statistic
0.0005	-3.266192	Group ADF-Statistic

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8

من خلال نتائج الجدول أعلاه يتضح أن أغلبية الإحصاءات الخاصة باختبار بدروني معنوية إحصائياً مما يعني رفض الفرضية الصفرية والتي تنص على عدم وجود تكامل مشترك، وقبول الفرضية البديلة ومنه يمكن القول أن هناك تكامل مشترك على المدى الطويل بين متغيرات الدراسة، وللتأكد من نتائج هذا الاختبار نعتمد على اختبار آخر وهو اختبار كاو للتكامل المشترك.

- اختبار كاو **Kao** للتكامل المشترك: بتطبيق اختبار كاو للتكامل المشترك على المتغيرات قيد الدراسة تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول (4-21): نتائج اختبار كاو (**Kao**) للتكامل المشترك

Kao Residual Cointegration Test		
<i>Series: R KAOPEN DOUV IDE INF</i>		
Null Hypothesis: No cointegration		
القيمة الاحتمالية	القيمة الإحصائية	الاختبار المطبق
0.0134	-2.214687	ADF

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك لكواو والمبينة في الجدول أعلاه يتضح أن إحصائية هذا الاختبار معنوية إحصائياً عند مستوى المعنوية 5% ($\text{prob}=0.0134 < 0.05$) مما يعني رفض الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك وقبول الفرضية البديلة أي أن هناك تكامل مشترك بين هذه المتغيرات على المدى الطويل، الأمر الذي يمكننا من تقدير العلاقة طويلة الأجل، لتصبح عندئذ العلاقة المقدره بين السلاسل ذات التكامل المشترك ضمن النموذج محل الدراسة تمثل علاقة توازن هيكلية على المدى البعيد وليس انحدار مزيف، وهو ما يسمى بنموذج تصحيح الخطأ.

تقدير نموذج تصحيح الخطأ باستخدام طريقة FMOLS

لتقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM) استخدمنا طريقة FMOLS، المطورة من طرف (pedroni 2000) وهي تتميز بقدرتها على التعامل مع داخلية المتغيرات التفسيرية للارتباط الذاتي للأخطاء وعدم وجود ثبات التباين المحتمل للمعاملات على المدى البعيد، كما أنها تمنح مقدرات غير متحيزة تقريبا وبأقل تباين، مما يجعلها متسقة، ونتائج هذا التقدير مبينة في الجدول الموالي:

الجدول (4-22): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ باستخدام طريقة FMOLS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	0.109812	0.060878	1.803800	0.0725
IDE	4.173988	3.826530	1.090802	0.2801
DOUV	-0.209381	0.815955	-0.256609	0.7984
INF	-2.350330	3.117014	-0.754033	0.4540
R(-1)	-0.268497	0.081791	-3.282715	0.0018
R-squared	0.289623	Mean dependent var	5.262440	
Adjusted R-squared	-0.072023	S.D. dependent var	70.05545	
S.E. of regression	72.53439	Sum squared resid	289368.1	
Long-run variance	3702.138			

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 8

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن كل من المتغيرات عائد بورصات الأوراق المالية بتأخر سنة ومؤشر التحرر المالي جاءت معنويا إحصائيا عند 1% و 10% على التوالي، أما باقي المتغيرات فليس لها دلالة إحصائية معنوية حتى عند المستوى 10%، كما أن إشارة معاملات النموذج التقديري جاءت موافقة للنظرية أو الطرح الاقتصادي ماعدا متغيرة درجة الانفتاح التجاري التي جاءت عكس النظرية الاقتصادية حيث جاءت سالبة، كما أن معامل التحديد يساوي 0.2896 مما يعني أن 28.96% من التغير الكلي في راجع للمتغيرات التفسيرية المكونة للنموذج والتي هي قيد الدراسة والباقي 71.04% راجع لعوامل أخرى لم تدرج في النموذج، أي أن عائد الأسواق المالية مفسر على أساس مؤشر التحرر المالي وعائد الأسواق المالية بتأخر سنة.

خلاصة الفصل:

اختص هذا الفصل بمعالجة وقياس إشكالية التكامل المشترك ما بين عائد بورصات الأوراق المالية وبعض المتغيرات الاقتصادية والتي كان من أهمها مؤشر التحرر المالي إضافة إلى تدفقات الاستثمارات الأردن المباشرة، درجة الانفتاح التجاري ومعدل التضخم، لقياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية ما بين البورصات العربية، حيث شملت الدراسة عشرة بورصات وهي: الأردن، تونس، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الجزائر، الكويت، المغرب، المملكة العربية السعودية، جمهورية مصر العربية، عمان، لبنان، قطر مأخوذة على 09 فترات سنوية من عام 2009 إلى غاية 2017 وبالتالي 108 مشاهدة.

بعد إجراء تقدير نماذج بانل الساكن الثلاثة واختبار المفاضلة فيما بينها اتضح أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لبيانات الدراسة عند مستوى المعنوية 5%، كما توصلت الدراسة إلى انه يتميز بجودة عالية حيث بلغت قيمة معامل لتحديد، كما بلغت قيمة معامل التحديد المصحح الأمر الذي يؤكد القدرة التفسيرية العالية للنموذج، وأفضلية هذا النموذج توحى بنفي فرضية تجانس المقاطع، أي أن أسواق أوراق البورصات العربية غير متجانسة حسب متغيرات وفترة الدراسة، مما يتوجب عليها العمل أكثر من اجل خلق نوع من التكامل ودعم العمل المشترك وتعزيز التعاون العربي.

أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة أن كل متغيرات الدراسة مستقرة عند الفرق الأول، أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى، الأمر الذي استدعى قيامنا باختبار التكامل المشترك، حيث كشف اختبار بدروني عن تواجد علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة (عائد بورصات الأوراق المالية وبقية المتغيرات الاقتصادية)، وتم تأكيد النتيجة من خلال اختبار كاو، وبعد تقدير نموذج تصحيح الخطأ تبين أن هناك تأثير معنوي لكل من عائد بورصات الأوراق المالية بتأخر سنة ومؤشر التحرر المالي جاءت معنويا إحصائيا عند 1% و 10% على التوالي، أما باقي المتغيرات فليس لها دلالة إحصائية معنوية حتى عند المستوى 10%.

خاتمة

ملخص البحث:

للإلمام بالموضوع و الإجابة على التساؤل الرئيسي المطروح في المقدمة، تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول، حيث تناول **الفصل الأول** تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة، من خلال مبحثين يعرض أولها الإطار النظري لتحرير تجارة الخدمات المالية أما المبحث الثاني فخصناه للإتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية، وقد اكتسبت التجارة في الخدمات المالية أهميتها فقط منذ النصف الثاني من القرن الماضي. بينما كان للتجارة في السلع أهمية كبيرة منذ قرون عديدة وقبل تأسيس اتفاقية (GATT) عام 1947، ولذلك يمكن القول بأن الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (GATS) جاءت متأخرة نوع ما، وذلك ليصبح لها أثراً إيجابياً ومشجعاً على التجارة الدولية في الخدمات والتي لا تزال محدودة رغم تزايد أهميتها عالمياً ومحلياً، فقد أدت التطورات التكنولوجية السريعة والمتلاحقة في مجال معالجة البيانات والاتصالات إلى إحداث زيادة كبيرة في قابلية الخدمات للإتجار، ومن ثم فقد تم التغلب على العوائق الطبيعية للتجارة الدولية عبر الحدود في الخدمات عن طريق تأسيس الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، واتضح لنا أن تحرير التجارة في الخدمات المالية يعد مكملاً لتحرير تجارة السلع وهو ما سبق إنجازها منذ أكثر من خمسين عاماً، كما أن تحرير تجارة الخدمات المالية يستند بنفس الأساس الذي يستند إليه تحرير تجارة السلع، وهو اختلاف المزايا النسبية فيما بين الدول.

بينما **الفصل الثاني** الذي يتناول "واقع بورصات الأوراق المالية العربية"، فقد جاء في مبحثين؛ كان الأول تقدم لبورصة الأوراق المالية، أما الثاني فعرض وحلل أداء بورصات الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2009-2017، فوجدنا أن هذه البورصات ما زالت تعاني من تفاوت مستمر في مستويات التطور والنمو، تتميز بكونها صغيرة الحجم، تعاني من ضعف الفرصة المتاحة للتنوع، ضعف السيولة، التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية، كما أن الهياكل التنظيمية، التشريعية والمؤسسية لهذه البورصات كذلك يعثرها الضعف وعدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة و إقتصارها على السندات والأسهم القليلة.

أما **الفصل الثالث** والذي جاء بعنوان واقع التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، فُسم بدوره إلى مبحثين يتعرض الأول إلى الإطار النظري لعملية التعاون بين بورصات الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فجاء لتبيان وضعية وأهمية التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية؛ وكذا قياس إمكانية التعاون بين البورصات عينة الدراسة وإقتراح الآلية المناسبة للتعاون فيما بينها، وهنا وجدنا أنالدول العربية قامت بخطوات جادة في سبيل تطوير أسواق الأوراق المالية بها، عليها تواكب التطورات الإقتصادية العالمية و النظم المتبعة في نظيراتها بالدول المتطورة، ومن هذه التوجهات تأسيس إتحاد الأسواق المالية العربية و عقد عدة إتفاقيات للتعاون بين هذه البورصات.

وجاء الفصل الرابع ليختص بمعالجة وقياس إشكالية التكامل المشترك ما بين عائد بورصات الأوراق المالية وبعض المتغيرات الاقتصادية والتي كان من أهمها مؤشر التحرر المالي إضافة إلى تدفقات الاستثمارات المباشرة، درجة الانفتاح التجاري ومعدل التضخم، لقياس أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية ما بين البورصات العربية، حيث شملت الدراسة عشرة بورصات وهي: الأردن، تونس، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الجزائر، الكويت، المغرب، المملكة العربية السعودية، جمهورية مصر العربية، عمان، لبنان، قطر مأخوذة على 09 فترات سنوية من عام 2009 إلى غاية 2017 وبالتالي 108 مشاهدة، بعد إجراء تقدير نماذج بانل الساكن الثلاثة واختبار المفاضلة فيما بينها اتضح أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لبيانات الدراسة.

إختبار الفرضيات

أما فيما يخص إختبار الفرضيات التي أدرجناها في بداية هذه الدراسة، فقد ثبت أن:

الفرضية الأولى: وصلت الدول المتفاوضة على تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة إلى مستويات متقدمة من التحرر، هذا التحرر الذي كانت له انعكاسات سلبية وأخرى إيجابية على الدول.

الفرضية محققة فلم تدخر الدول المنظمة إلى المنظمة العالمية جهدا في سبيل تحرير تجارة الخدمات المالية خاصة منها الدول المتقدمة، وحتى تستفيد الدولة من هذا التحرر عليها أن تكون حذرة عند تقديم إلتزاماتها.

الفرضية الثانية: هناك العديد من الإجراءات التي يمكن تطبيقها لتحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية، تعتمد هذه الإجراءات على مدى تطور بورصات الأوراق المالية وعلى مدى مرونة قواعدها التشريعية و التنظيمية.

الفرضية محققة هناك العديد من الإجراءات التي يمكن تطبيقها لتحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية،

الفرضية الثالثة: تتوفر الدول العربية على العديد من المقومات التي من شأنها تجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية.

الفرضية غير محققة إذ تتباين بورصات الأوراق المالية العربية من حيث مستويات تطورها، وكذا إنفتاحها على العالم، إضافة إلى إختلاف أطرها التنظيمية و التشريعية.

الفرضية الرابعة: التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية كغيره من مشاريع التعاون والتكامل العربية تعترضه العديد من القيود و العراقيل.

الفرضية غير محققة حيث اتضح لنا من خلال الإختبارات المتعلقة بجذر الوحدة، إستقرارية كل السلاسل الزمنية عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة واحد، مما يعني امكانية أن تربط بينهم علاقة توازنية طويلة المدى، أو ما يعرف بالتكامل المشترك بينهم،

نتائج الدراسة النظرية:

- عملية تحرير تجارة الخدمات المالية أصبحت ضرورة حتمية أملتتها الظروف العالمية لاسيما في إطار عولمة تجارة الخدماتو تدويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، وسعي العديد من الدول إلى الحصول على العضوية في المنظمة العالمية للتجارة وعدم قدرتها على البقاء في معزل عن الاقتصاد العالمي
- وتعتبر الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات أول جهد دولي متعدد الأطراف تم التوصل من خلاله إلى وضع الإطار القانون والتنظيمي الذي يحكم وينظم التجارة في مجال الخدمات بصفة عامة والخدمات المالية بصفة خاصة، وقد خصصت هذه الاتفاقية ملحق خاص بتنظيم قطاع الخدمات المالية.
- توجد العديد من السبل والوسائل لإقامة تعاون أو إرساء صلات بين البورصات المختلفة، وتعتمد آليات ذلك في معظم الحالات على هيكل كل بورصة وعلى القدرات التي تتمتع بها.
- التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية يضع مسؤوليات هامة على عاتق هذه الدول، من بينها وضع الإطار التنظيمي للإشراف على عمليات تلك الأسواق وإجراء التعديلات اللازمة على القوانين الوطنية. ومما لاشك فيه أن الموازنة بين مختلف النظم المؤسسية والقانونية من شأنه ترسيخ مركز تلك الأسواق في البلدان المشاركة.
- لقد تمكنت الأسواق الأوراق المالية العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل في بينها وذلك من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية وتهدف هذه الاتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين الأسواق الأوراق المالية العربية فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية وتنظيم وتسهيل آليات و عمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك.

نتائج الدراسة التطبيقية:

- كشف اختبار بدروني عن تواجد علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة (عائد بورصات الأوراق المالية وبقية المتغيرات الاقتصادية)، وتم تأكيد النتيجة من خلال اختبار كاو، وبعد تقدير نموذج تصحيح الخطأ تبين أن هناك تأثير معنوي لكل من عائد بورصات الأوراق المالية بتأخر سنة ومؤشر التحرر المالي جاءت معنويا إحصائيا عند 10% و 10% على التوالي، أما باقي المتغيرات فليس لها دلالة إحصائية معنوية حتى عند المستوى 10%.
- أن مؤشر العائد على الأسواق المالية العربية ارتبطت فيما بينها بدرجات متفاوتة وإشارات مختلفة بين السالب والموجب، ومعظمها جاءت قيم متدنية وذلك راجع لتواضع البعض من هذه البورصات وخاصة فيما يتعلق بكل

من بورصة الجزائر، تونس، مصر والمغرب يرجع هذا الاحتشام العوائد المحققة فيها، يعتبر معامل الارتباط احد المؤشرات الأولية لتكامل البورصات.

- يوجد أكثر من عشرة أشعة للتكامل المشترك وهو ما يدل على وجود علاقة طويلة الأجل بين عوائد البورصات المالية العربية قيد الدراسة وأناسعارها تتقارب ببعضها البعض في الزمن البعيد.

- يمكن تقسيم فترة الدراسة إلى قسمين، حيث يمتد القسم الأول من سنة 2009 إلى غاية سنة 2012 (إشارة المعاملات سالبة)، مما يدل على أن ما يميز هذه الفترة هو فاعلية المتغيرات التفسيرية في تعزيز عائد بورصات الأوراق المالية العربية، في حين أن القسم الثاني الممتد من سنة 2013 إلى غاية سنة 2017 (إشارة المعاملات موجبة)، حيث أصبح التأثير غير فعال، والسبب الرئيسي لإنقسام فترة الدراسة إلى قسمين حسب وجهة نظرنا إلى أن الفترة من 2009 إلى غاية سنة 2012 شهدت العديد من الأحداث كتداعيات الأزمة المالية العالمية على معظم البورصات عينة الدراسة، والإضطرابات السياسية التي عرفتها الدول العربية، مما دفع بالسلطات الإشرافية والرقابية في بورصات الأوراق المالية العربية إلى إتخاذ الإجراءات اللازمة لتأمين إستقرار أسواقها وحماية المستثمرين، و عام 2012 شهد صعود بعض البورصات العربية إلى مصاف البورصات الناشئة ودخول المؤشرات العالمية، هذا ما كان له أثر على عوائد هذه البورصات.

التوصيات:

- التعاون بين الأجهزة التنظيمية الوطنية للخدمات، لإن ضمان التحرير الفعال على المستوى الإقليمي يتطلب أن يكون هناك تعاون بين السلطات التنظيمية الوطنية في الدول العربية، إلا أن نوع التعاون والدرجة المثلى له بين الأجهزة التنظيمية الوطنية قد يختلف من قطاع إلى آخر. وهناك حاجة لإنشاء شبكة مؤسسية بين الأجهزة التنظيمية في الدول العربية لتسهيل انتشار أفضل الممارسات عن طريق تبادل البيانات ومعايير تقييم الأداء، ويساعد هذا النوع من التعاون بشكل غير مباشر على رفع مستوى التحرير الفعلي وتسهيل تقارب مستويات تطور القطاعات الخدمية في الدول العربية.

- تبني المنهج القطاعي للتفاوض، بادرت مصر والأردن بالتفاوض الكامل لتحرير قطاعات خدمية محددة. ويمكن لهذه المبادرة في حال توصل الدولتين إلى اتفاق قطاعي أن تكون نموذجاً يمكن لباقي الدول العربية الأعضاء في اتفاقية منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى إتباعه. ويمكن أيضاً إتباع هذا النموذج حتى على المستوى شبه الإقليمي، كالتفاوض في إطار "اتفاقية أغادير" ومن ثم على مستوى جميع الدول الأعضاء في منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى في قطاعي التشييد والبناء والكهرباء، على سبيل المثال، وبعدها يتضح أنه توجد منافع عديدة من التعاون المشترك بين عدد من الدول في هذه القطاعات.

- إدراج مادة للتعامل بمبدأ الدولة الأولى بالرعاية، لأن إدراج مثل هذه المادة يعني أن الدول العربية توافق على مبدأ أساسي، وهو أن أي معاملة تفضيلية تمنحها أي دولة عربية إلى الدول الأخرى في نطاق الاتفاقيات التجارية الإقليمية الخاصة بها تطبق على باقي الدول العربية الأعضاء في الاتفاقية العربية لتحرير تجارة الخدمات. وسيؤدي ذلك إلى التخفيف من حدة التفرقة الناتجة عن الاتفاقيات المختلفة السارية، وكذلك بالنسبة لأي اتفاقية مستقبلية، حيث ستمتد أي معاملة تفضيلية إلى الدول الأعضاء في اتفاقية التجارة العربية للخدمات. وسيؤدي تطبيق هذا المبدأ إلى الإسراع بتحرير تجارة الخدمات بين الدول العربية، خاصة وأن عددا من الدول العربية قد وقع بالفعل اتفاقيات التجارة الحرة مع الولايات المتحدة، ويعمل عدد آخر على التفاوض مع الاتحاد الأوروبي لتحرير تجارة الخدمات، حيث تهدف هذه المفاوضات إلى التزامات بتحرير تجارة الخدمات يفوق التزامات اتفاقية الجاتس، مما سيدفع بتحرير التجارة في الخدمات إلى مستويات متقدمة.

- إنشاء قاعدة بيانات إلكترونية تتضمن بيانات كاملة عن التجارة في الخدمات بين الدول العربية، وربطها مع جمعية رجال الأعمال العرب و تجمعات رجال الأعمال في الدول العربية، بهدف توفير الشفافية الكاملة للنفاد إلى الأسواق.

- 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.

- من المهم للمؤسسات العمل العربي المشترك الوصول إلى إتفاقية عادلة تسمح بإستفادة جميع أطرافها وأن تكون مرنة وتسمح بتعويض الأطراف المتضرر نتيجة لتطبيقها.

- زيادة الوعي الإستثماري من خلال إستغلال كافة وسائل الإعلام.

- دعم وجود مؤسسات عربية تتولى نشر المعلومات والبيانات عن التداولات داخل البورصات العربية إضافة إلى تعريفها بفرص الإستثمار بداخلها.

- إن قيام بورصة عربية يستدعي 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.

- تفعيل شبكة أسواق الأوراق المالية العربية خاصة أن معظم تحارب الربط كشفت بأن ضعف التعاملات بين البورصات العربية كان نتيجة ضعف المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين.

- تشجيع عمليات الإدراج المشترك بين البورصات العربية وتذليل الصعوبات والعوائق التي تحد منه .

- أما النقطة الأهم، فهي قيام الحكومات العربية بخطوات فعلية وجادة، لتذليل كافة العراقيل التي تحد من التعاون بين الدول العربية، لأن الدراسات بينت أن التحرير المالي للدول العربية منفردة لم يترك آثارا ايجابية في حين كان

الأثر الإيجابي على المستوى الجماعي، وعليه فإن التعامل على شكل اندماج للمؤسسات المالية وأسواقها من شأنه أن يفضي إلى مزايا اقتصادية أفضل في ظل اشتداد المنافسة في الأسواق المالية العالمية، كما سيسهم في تقوية موقفها التفاوضي في إطار الإسهام في اتخاذ القرارات على مستوى المنظمة العالمية للتجارة بما يحقق لها عوائد اقتصادية ملموسة.

آفاق الدراسة:

كغيرها من الدراسات والبحوث، تحتاج هذه الدراسة جهوداً إضافية وخاصة مع يشهدها العالم من تطورات وأحداث سريعة في ظل العولمة؛ والتحرر المالي، وسعي الدول المستمر لإقامة تحالفات فيما بينها. إضافة إلى أن هناك العديد من الأسئلة التي لا تزال عالقة وتحتاج إلى إجابات معمقة ولعل من أهمها ما يلي:

- ✓ أثر التكامل المالي لدول العربية على نمو إقتصادياتها - دراسة قياسية - ؛
- ✓ دور التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية في تفعيل السوق العربية المشتركة - دراسة قياسية -
- ✓ آليات تطوير البورصات العربية في ظل التحرر المالي.
- ✓ أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على بورصة الجزائر - دراسة قياسية -.

المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- 1- إبراهيم العيسوي، الجات وأحوالها، النظام الجديد للتجارة العالمية و مستقبل التنمية العربية، الطبعة الثالثة مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت (لبنان)، 2001 .
- 2- إبراهيم أنيس وآخرون، المعجم الوسيط، الطبعة الرابعة، مجمع اللغة العربية، مكتبة الشروق الدولية، 2004.
- 3- إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد تأثير تحرير الخدمات المصرفية على التنمية الإقتصادية - سامي أحمد محمد مراد دور إتفاقية الجات في تحرير تجارة الخدمات الدولية في رفع كفاءة إدارة الخدمات المصرفية، الطبعة الأولى، المكتب العربي للمعارف القاهرة مصر 2005.
- 4- إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد تأثير تحرير الخدمات المصرفية على التنمية الإقتصادية ، بدون طبعة، دار الفكر والقانون للنشر و التوزيع المنصورة مصر 2011.
- 5- أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام الإستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة دار المسيرة الأردن 2004.
- 6- أسامة المجذوب، العولمة و الإقليمية، الطبعة الثانية ، الدار المصرية اللبنانية القاهرة(مصر) 2001.
- 7- أسامة محمد الفولي زينب عوض الله إقتصاديات النقود و التمويل دار الجامعة الجديدة مصر طبعة 2005 .
- 8- جون وايت ترجمة خالد العامري الإستثمار في السندات و الأسهم دار الفاروق للنشر و التوزيع القاهرة (مصر) طبعة 2003 .
- 9- حسين عطا غنيم، دراسات ف التمويل التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة المحافظ الأوراق المالية ، الطبعة الأولى، 2005 ، المكتبة الأكاديمية، مصر.
- 10- خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية ، طرابلس (لبنان): المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000 ، ج 2: المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي .
- 11- رانيا محمود عبد العزيز عمارة ، تحرير التجارة الدولية و أثر إنضمام مصر لاتفاقية الجات في مجال الخدمات (GATS)
- 12- رانيا محمود عبد العزيز عمارة: تحرير التجارة الدولية وفقا لاتفاقية الجات في مجال الخدمات (GATS)، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي الإسكندرية (مصر) 2007.

- 13- رانيا محمود عبد العزيز عمارة، الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات Gats: الأحكام والآثار، مركز الدراسات العربية للنشر و التوزيع بدون سنة نشر.
- 14- رسمية قريبا قص أسواق المال -أسواق رأس المال -المؤسسات الدار الجامعية (مصر) طبعة 1999 .
- 15- سامي أحمد مراد. دور إتفاقية تحرير تجارة الخدمات في رفع كفاءة أداء الخدمات المصرفية. الطبعة الأولى المكتب العربي للمصارف القاهرة(مصر) .
- 16- سامي السيد باهر عتلم ، الاقتصاد الدولي ، بدون طبعة، الدار الجامعية - الإسكندرية - 2003 - .
- 17- سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظير و التنظيم، بدون طبعة، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة مصر 1991.
- 18- سعيد النجار، إتفاقية الحات وآثارها على البلاد العربية، بنون طبعة دار الشروق، القاهرة، 1997.
- 19- سعيد النجار، النظام التجاري الدولي في مفترق الطرق، بدون طبعة دار الشروق، القاهرة،(مصر) 1994.
- 20- سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، بدون طبعة، مكتبة مدبولي القاهرة، مصر 1999.
- 21- سليمان شكيب الجيوسي، محمود جاسم الصميدعي ، تسويق الخدمات المالية ، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع (الأردن) 2009.
- 22- سمير اللقماني، منظمة التجارة العالمية أثارها السلبية والإيجابية على أعمالنا الحالية و المستقبلية الطبعة الأولى دار الحامد للنشر و التوزيع ص 129.
- 23- سمير عبد الحميد رضوان المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر دار النشر للجامعات الطبعة الأولى 2005
- 24- سمير محمد عبد العزيز، منظمة التجارة العالمية ومؤتمراتها الوزارية، بدون طبعة المكتب العربي الحديث، الإسكندرية(مصر) 2006.
- 25- سيد طه بدوي، الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات(جاتس)و أثارها على ميزان الخدمات المصري، بدون طبعة دار النهضة العربية، القاهرة(مصر)، 2004.
- 26- السيد عليوه تحليل مخاطر الإستثمار في البورصة و الأوراق المالية دار الأمين مصر 2006 .
- 27- شذا جمال الخطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، بدون طبعة، مؤسسة طابا عمان(الأردن)، 2002 .
- 28- شمعون شمعون البورصة وبورصة الجزائر دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع الجزائر طبعة 1999 .

- 29- شومان عدنان شوكت، إتفاقية الجات الدولية الراجحون دوما والخاسرون دوما، بدون طبعة، دار المستقبل العربي، دمشق (سوريا)، 1996 .
- 30- صبري هارون أحكام الأسواق المالية دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن الطبعة الأولى 1999 .
- 31- صفوت عبد السلام عوض الله - الجات و منظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، بدون طبعة، دار النهضة العربية - القاهرة - 2002.
- 32- صفوت عبد السلام عوض الله، الجات و منظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، بدون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة(مصر)، 2002.
- 33- صلاح الدين حسن السيسي الحسابات و الخدمات المصرفية الحديثة، دراسة نظرية و تطبيقية الطبعة الأولى دار الوسام للطباعة و النشر بيروت (لبنان) 1998 .
- 34- صلاح الدين حسن السيسي بورصات الأوراق المالية الأهمية، الأهداف، السبل ومقترحات النجاح عالم الكتب الطبعة الأولى 2003.
- 35- صلاح السيد جودة بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة مطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية (مصر)، 2000 .
- 36- ضياء مجيد الموسوي البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات) منشورات image الطبعة الأولى 1998.
- 37- ضياء مجيد الموسوي البورصات Editions الطبعة الأولى 1998.
- 38- طارق عبد العال حماد دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية الدار الجامعية الإسكندرية (مصر) طبعة 2005 .
- 39- الطاهر لطرش تقنيات البنوك ديوان المطبوعات الجامعية (الجزائر) الطبعة الثانية 2003 .
- 40- عاطف السيد، الجات و العالم الثالث: دراسة تقويمية لجات و إستراتيجية المواجهة، بدون طبعة ، مطبعة رمضان و أولاده الإسكندرية(مصر) ، 1999.
- 41- عاطف السيد، الجات و العالم الثالث، الطبعة الأولى مجموعة النيل العربية القاهرة (مصر)، 2002.
- 42- عاطف السيد، الجات و العالم الثالث، الطبعة الأولى مجموعة النيل العربية، القاهرة(مصر)، 2002 .
- 43- عبد الغفار حنفي ، رسمية زكي قريبا قص البورصات و المؤسسات المالية الدار الجامعية (صر) طبعة 2002 .
- 44- عبد الغفار حنفي، البورصات، بدون طبعة، المكتب العربي الحديث (مصر)، 1995.

- 45- عبد الله عبد الكريم عبد الله، ضمانات الإستثمار في الدول العربية الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر و التوزيع عمان (لأردن)، 2008 .
- 46- عبد الحميد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية ديوان المطبوعات الجامعية (الجزائر) طبعة 2003 .
- 47- عبد المطلب عبد الحميد الجات وآليات منظمة التجارة العالمية، بدون طبعة الدار الجامعية، 2002-2003.
- 48- عبد المطلب عبد الحميد السوق العربية المشتركة، الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة مجموعة النيل العربية القاهرة (مصر) الطبعة الأولى 2003.
- 49- عبد المطلب عبد الحميد، الجات و آليات منظمة التجارة العالمية-من أوروغواي إلى سياتل و حتى الدوحة، الدار الجامعية الإسكندرية(مصر)، 2005 .
- 50- عبد المطلب عبد الحميد، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية من أوروغواي لسياتل وحتى الدوحة، الدار الجامعية، الإسكندرية - القاهرة، 2002-2003.
- 51- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، نشر وتوزيع مجموعة النيل العربية، مصر، 2003 .
- 52- عبد المطلب عبد الحميد، النظام الإقتصادي العالمي الجديد وأفاقه المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003.
- 53- عبد الواحد العفوري، العولمة و الجات، التحديات والفرص، بدون طبعة، مكتبة مدبولي، القاهرة(مصر).
- 54- عصام حسين أسواق الأوراق المالية دار أسامة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008 .
- 55- عصام فهد العرييد ، الإستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية و التطبيق) ، الطبعة الأولى دار الرضا للطباعة و النشر 2002 دمشق (سوريا)
- 56- علي فلاح الزعبي، إدارة التسويق، منظور تطبيقي استراتيجي، الطبعة 2009، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ص 398.
- 57- عمر مصطفى جبر إسماعيل سندات المقارضة و أحكامها في الفقه الإسلامي دار لنفائس للنشر و التوزيع الأردن 2006.
- 58- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان(الأردن) 2014 .
- 59- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة، طبعة 1999 .

- 60- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة الطبعة الثانية إيتراك للنشر والتوزيع القاهرة(مصر) 1999.
- 61- محمد الحناوي وأخرون، الإستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية مصر 2007 .
- 62- محمد الصيرفي البورصات دار الفكر الجامعي الإسكندرية(القاهرة) الطبعة الأولى 2006 .
- 63- محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق الدار الجامعية الإسكندرية (مصر) طبعة 2002 .
- 64- محمد صالح الحناوي إبراهيم سلطان جلال العبد تحليل و تقييم الأوراق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2002/2001 .
- 65- محمد صالح الحناوي نihal فريد مصطفى جلال العبد الإستثمار في الأوراق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2003/2002.
- 66- محمد صالح الحناوي و آخرون تحليل و تقييم الأوراق المالية الدار الجامعية الإسكندرية مصر طبعة 2002-2001 .
- 67- محمد صالح الحناوي و آخرون مقدمة في المال و الأعمال الدار الجامعية (مصر) طبعة 2000 .
- 68- محمد صلاح الحناوي وآخرون تحليل و تقييم الأوراق المالية الدار الجامعية الإسكندرية(مصر) طبعة 2002 .
- 69- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر و التوزيع عمان (الأردن)، 2010.
- 70- محمد يوسف ياسين البورصة منشورات الحلبي الحقوقية بيروت (لبنان) الطبعة الأولى 2004 .
- 71- محمد سيد عابد، التجارة الدولية، بدون طبعة، مكنية ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1999.
- 72- محمود صبح التحليل المالي و الإقتصادي للأسواق المالية البيان للطباعة و النشر الطبعة الثالثة 2000 .
- 73- محمود يونس، عبد المنعم مبارك النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية الدار الجامعية (مصر) طبعة 2003.
- 74- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الإستثمار، بدون طبعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة جمهورية مصر العربية، 2008.
- 75- مصطفى رشدي شيحة الإقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية (مصر) طبعة 1998 .

- 76- مصطفى رشدي شيحة، إتفاقيات التجارة العالمية في عصر العولمة، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية (مصر)، 2004.
- 77- منير إبراهيم هندي الأوراق المالية و أسواق رأس المال منشأة المعارف الإسكندرية (مصر) طبعة 2002.
- 78- مؤيد عبد الرحمن الدوري و سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع الأردن 2012 .
- 79- هبة عبد الحليم عبد ربه، أحمد علي بكري علم نفس البورصة و تطوير الأسواق المالية العربية دار الوفاء لدنيا الطباعة الإسكندرية (مصر) الطبعة الأولى 2015 .
- 80- هبة عبد الحليم عبد ربه، أحمد علي بكري، علم نفس البورصة و تطوير الأسواق المالية العربية، الطبعة الأولى، دار الوفاء لدنيا الطباعة الإسكندرية(مصر)2015.
- 81- هبة عبد الحليم عبد ربه، أحمد علي بكري، علم نفس البورصة و تطوير الأسواق المالية العربية، الطبعة الأولى، دار الوفاء لدنيا الطباعة، الإسكندرية (مصر)، 2015.
- 82- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، بدون طبعة، دار صفاء للنشر، 2003 عمان، الأردن.
- 83- يوسف حسن يوسف الصكوك المالية و أنواعها دار التعليم الجامعي الإسكندرية مصر 2014.

مطبوعات جامعية:

1. محمد راتول محاضرات في الإقتصاد الدولي موجهة لطلبة العلوم الإقتصادية، جامعة الشلف، 2005-2006.

الأطروحات و الرسائل:

- 1- بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي، مذكرة اجستير في العلوم الإقتصادية تخصص إقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013.
- 2- بن موسى كمال المنظمة العالمية للتجارة و النظام التجاري العالمي الجديد أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية جامعة الجزائر 2005.
- 3- حنان محمد علي جلي إتفاقيات تحرير التجارة الدولية و تأثيرها على قطاع الخدمات مع التطبيق على مصر مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية كلية التجارة جامعة عين شمس (مصر) 1978.
- 4- سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول تونس، مصر والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2007_2008 .

- 5- عبد الله بن الضب، إختبار التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية خلال الفترة 2005-2014 أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية جامعة أبي بكر بالقائد بتلمسان 2016-2017.
- 6- محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية الإقتصادية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية الجزء 1 و2 جامعة الجزائر دفعة 1999-2000 .
- 7- مزبود ابراهيم، إنعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية - واقع وتحديات - حالة بعض البلدان العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر 03، 2010-2011.
- 8- منصر كريمة السوق المالية نشأتها و إجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية فرع التحليل الإقتصادي جامعة الجزائر 2001/2002 .
- 9- نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الشلف، 2014/2015
- 10- وصاف عتيقة أثر تحرير تجارة الخدمات على التجارة الخارجية في الدول العربية مع الإشارة إلى حالة الجزائر (1999-2009) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة.
- 11- وليد أحمد الصافي الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية و علوم التسيير تخصص نقود و مالية جامعة الجزائر دفعة 2002-2003.
- 12- يايسي لياس، الأثار المحتملة على تحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المصرفي الجزائري وفقا للإتفاقية العامة لتحرير التجارة في الخدمات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3 ، 2012-2013.

المجلات و الدوريات:

- 1- بن شاعة نادية، شروط تكييف بورصات الأوراق المالية العربية مع المحيط الإقتصادي الدولي الجديد، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا العدد 17، 2017 .
- 2- البنك الأهلي المصري - النشرة الاقتصادية - المجلد 52 العدد 04 ، القاهرة (مصر)، 1999.
- 3- جريدة الجيش اللبناني اتحاد أسواق المال في لبنان يعيد لبيروت دورها الريادي في المنطقة العدد 214 بتاريخ 2003/04/01.

- 4- حسان خضر تحليل الأسواق المالية سلسلة جسر التنمية العدد السابع و العشرون تصدر عن المعهد العربي للتخطيط بالكويت مارس 2004 السنة الثالثة .
- 5- حسن عبيد الإتفاقيه العامة للتجارة في الخدمات أوراق إقتصادية مركز البحوث و الدراسات الإقتصادية و المالية القاهرة العدد 20 نوفمبر 2000.
- 6- حسين الفحل، الجانس وآفاق التجارة العربية في الخدمات، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد 23 - العدد الثاني - 2007.
- 7- رايح غرابة، دور الصيرفة الشاملة في تطوير البنوك في الدول النامية - مع الإشارة إلى حالة مصر - مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا - العدد السادس.
- 8- عبد الخالق عبد الله، عملة السياسة و العملة السياسية مجلة المستقبل العربي، العدد 2002، 278، ص 26.
- 9- عبد الفتاح الجبالي، دورة الأوروغواي والعالم الثالث، حسابات المكسب و الخسارة، مجلة السياسة الدولية، العدد 118، 1994.
- 10- عبد الوهاب الباهي، تونس و الإنخراط في منظمة التجارة العالمية - سلسلة دراسات برلمانية ، العدد 12 تونس، 2007.
- 11- علي محي الدين القردة داغي أثر الديون و نقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم و الصكوك و الوحدات الإستثمارية البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب .
- 12- عياش قويدر، إبراهيمي عبد الله، آثار انضمام الجزائر إلى المنظمة العالمية للتجارة بين التفاؤل والتشاؤم، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا جامعة الشلف العدد 2.
- 13- اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا إستجابة للعملة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا .
- 14- اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا، تقييم التكامل الإقتصادي العربي: التجارة في الخدمات كمحرك للنمو والتنمية، الأمم المتحدة، بيروت(لبنان)، 2018.
- 15- مجلة التمويل و التنمية الصادرة عن صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2002.
- 16- محمد زكريا بن معزو، كمال حمّانة، قياس العلاقة بين التحرير المالي و النمو الإقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر Kaopen مجلة الباحث العدد 2013، 1.
- 17- محمود حسين الوادي، علي فلاح الزعبي، مستلزمات إدارة الجودة الشاملة كأداة لتحقيق الميزة التنافسية في الجامعات الأردنية (دراسة تحليلية)، المجلة العربية لضمان جودة التعليم الجامعي، العدد 8-2011.

الملتقيات العلمية:

1. حبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني - التكامل الإقتصادي العربي الواقع والآفاق، جامعة الأغواط، بي 17-19 أفريل، 2007.
2. خالد الوالي، الإتفاقية العربية لتحرير التجارة في الخدمات بين الدول العربية، مداخلة مقدمة في المؤتمر العربي الثالث حول التوجهات المستقبلية لمنظمة التجارة العالمية في ضوء مفاوضات برنامج عمل الدوحة (الفرص والتحديات أمام الدول العربية)، دمشق، سوريا، 2008.
3. صالح أحمد صالح البربري، عملة أسواق رأس المال في إطار إتفاقية تحرير الخدمات المالية المخاطر وأساليب مواجهتها، مؤتمر الجوانب القانونية و الإقتصادية لإتفاقيات منظمة التجارة العالمية، دبي 2004.
4. عادل السن، تحرير التجارة في الخدمات في ضوء الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات ومفاوضات جولة الدوحة (الفرص والتحديات)، مداخلة مقدمة في المؤتمر العربي الثالث حول التوجهات المستقبلية لمنظمة التجارة العالمية في ضوء مفاوضات برنامج عمل الدوحة (الفرص والتحديات أمام الدول العربية)، دمشق، سوريا، 2008.
5. ليث محمود حسن خطاطية، قضايا منظمة التجارة العالمية وانعكاساتها على الأردن والدول العربية، بحث مقدم إلى برنامج كرسي منظمة التجارة العالمية، الجامعة الأردنية، 2011.
6. محسن هلال، مفاوضات التجارة في الخدمات، برنامج عمل الدوحة، مداخلة مقدمة في المؤتمر العربي الثاني حول التوجهات المستقبلية للمنظمة العالمية، الفرص والتحديات أمام الدول العربية، المنعقد في مسقط (عمان) مارس 2007.
7. محمد يعقوبي، توفيق ثمار، آثار العمولة المالية على الاستثمارات الأجنبية المباشرة: حالة الدول العربية، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية - يومي 21-22 نوفمبر 2006، بسكرة.
8. مدحت أيوب، تحرير تجارة الخدمات ودوره في دعم التعاون العربي، دولة الإمارات العربية المتحدة تمركز زايد للتنسيق والمتابعة، 2003.
9. نبيل بدر الدين، تحرير التجارة في الخدمات، مداخلة مقدمة في المؤتمر العربي الثاني حول التوجهات المستقبلية للمنظمة العالمية، الفرص والتحديات أمام الدول العربية، المنعقد في مسقط (عمان) مارس، 2007.

التقارير:

2. النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي: الربع الأول، الثاني، الثالث و الرابع للسنوات 2009، 2010.

3. التقرير الإقتصادي العربي الموحد للسنوات:
4. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2001 .
5. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2002 .
6. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2003 .
7. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2004 .
8. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2005 .
9. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2006 .
10. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2007 .
11. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2008 .
12. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2009 .
13. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2010 .
14. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2011 .
15. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2012 .
16. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2013 .
17. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2014 .
18. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2015 .
19. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2016 .
20. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2017 .
21. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2018 .

القوانين:

1. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1991/05/28 .
2. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1993/05/23 .
3. المادة 33 من القانون المتعلق ببورصة القيم الصادر بتاريخ 1993/09/21 .
4. المادة 77، 78 من القانون المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية الصادر بتاريخ 1994/11/14 .
5. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 1996/01/10 .
6. المادة 06 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26 .
7. المادة رقم 02 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26 .

8. المادة رقم 03 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26.

9. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة بتاريخ 15 جوان 2012.

المراجع باللغات الأجنبية:

- 1- - Jean- François Susbielle comprendre la bourse sur internet édition D'organisation 2001 p 58.
- 2- -...JOHN HULL option, futures et autres actifs derives édition française dirigée par Patrick roger avec hénot Laurent devillepearsoneducationfrance 6e édition 2007 p 511
- 3- -Adda Jaque La Mondialisation,génés casbah éditions, Alger,1998.
- 4- Alain Choinel Gérard Rouyer le marché financier revue banque édition (paris) Septième édition 1999 .
- 5- Arestis, P& .Caner, A. Financial liberalization and poverty: channels of influence, (2004).
- 6- Eric H. Leroux ; L'accord général sur le commerce des services (AGCS) : règles propres à des secteurs particuliers; Les Cahiers de Droit : vol 43 ; n° 03 ; septembre 2002.
- 7- Faruque, Muhammad , An Empirical Investigation Of The Arbitrage Pricing Theory In A Frontier Stock Market: Evidence From Bangladesh. Indian Journal Of Economics And Business , Vol. 10, No. 04 1.December 2011.
- 8- Gur Huberman, Zhenyu Wang, Arbitrage Pricing Theory, , the Federal Reserve Bank of New York, Columbia University ,August 15, 2005.
- 9- J. David Cummins, Asset Pricing Models And Insurance Ratemaking, Astin Bulletin, Vol. 20, No. 2, The Wharton School Of The University Of Pennsylvania, Philadelphia, USA.
- 10- Juliette PILVERDIER Le Marché boursier Référence précitée P 16.
- 11- Michael.J.Trebilcock, Robert Howse - The regulation of international trade-Geneva 2000.
- 12- -Michel long lois et Gérard tocquer,marketing des services, le défireationnal, morinédition,canada, 1992.

- 13- -Mishkim, Fredric S, Eakins Stanley G, Financial markets and institution, 2eme edition,Addison,Westhay, US. 1998.
- 14- Mohamad H. Atyeh, The Theoretical Considerations Of Financial Markets Integration: The Case Of Arab Countries. journal of economics and sustainable development: www.iiste.org vol.3, no. 1, 2012..
- 15- Rapport annuel 2013, Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse,p69.
- 16- Rapport annuel 2016, Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse,p57.
- 17- Rapport annuel 2017, Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse,p 56.
- 18- stephen A, Ross, The Arbitrage Theory of capital Asset pricing, , journal of Economic Theory, 13, University of Pennsylvania, 1976 .
- 19- Ying Qian; financial Services Liberalization and GATS- Analysis of the Commitments Under the general Agreement on Trade in Services (GATS) at the World Trade Organization (WTO) The 20 Annual Conference of PECC Finance Forum: Issues and Challenges for regional Financial Cooperation in the Asia-Pacific, Thailand; July 8-9;2003.

المراجع من الانترنت:

1. - برنامج الأمم المتحدة الإنمائي إدارة الحكم في الدول العربية من الموقع الإلكتروني: <http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp?cid=15> لـوحت يوم: 2006/12/4.
2. - برنامج الأمم المتحدة الإنمائي إدارة الحكم في الدول العربية من الموقع الإلكتروني: <http://www.pogar.org/arabic/countries/country.asp?cid=17>.
3. <http://fab-jo.org/doc.6/9.doc> لـوحت يوم: 2010/03/25.
4. <http://www.ammanchamber.org/UploadedImages/file16.doc> جويلية 2006.

5. http://www.arriyadh.com/Economic/LeftBar/Researches/1.doc_c_vt.asp
6. <http://www.cma-oman.com/arabic/index.htm> لـ وُحظ يـوم: 2005/11/16
7. <https://www.arabfinance.com/knowledgecenter/defaultdetails.aspx?id=178&lang=a&type=afeducation>.2012/04/14 لـ وُحظ يـوم:
8. الإمارات في 2009: أزمة إقتصادية طاحنة، جريدة الأنباء الكويتية العدد 23، الأحد 20 ديسمبر 2009 من الموقع الإلكتروني - <https://pdf.alanba.com.kw/desktop/pdf-viewer.html?file=/pdf/2009/12/20-12-2009/23.pdf>
9. بورصة الجزائر، سوق الشركات الصغيرة و المتوسطة، من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> - أطلع عليه بتاريخ 19 أوت 2019.
10. بورصة الدار البيضاء، نبذة تاريخية من الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1> لـ وُحظ يـوم 2016/10/30
11. التطورات الإقتصادية العامة من الموقع الإلكتروني: www.byegm.gov.tr\YAYINLARIMIZ\kitaplar\turkiye2003\content\arabia\254-255.htm لـ وُحظ يـوم: 2017/03/29
12. جريدة الأهرام الإقتصادي العدد 126 بتاريخ 2004/02/09 من الموقع الإلكتروني: <http://ik.ahram.org.eg/ik/ahram/2004/2/9/barid0.htm> لـ وُحظ يـوم: 2010/10/06
13. حسام الدين محمد، أسهم الأنترنت للمبتدئين، من الموقع الإلكتروني: www.islamonline.net لـ وُحظ يـوم: 2011/10/09
14. سوق عمان المالي نبذة عامة من الموقع الإلكتروني 2007/01/25 لـ وُحظ يـوم: http://www.jsc.gov.jo/jsc_arabic/history.asp
15. صبري الخصيب تقرير حول أداء بورصة عمان من الموقع الإلكتروني:
16. صغفق عبد الله الركيبي ، مشروع البورصة العربية ، في المتلقي السادس لمجتمع الأعمال العربي دمشق 27 - 29 أبريل 2002 من الموقع الإلكتروني:

17. محمد قمر الإسلام ترجمة جلال شوشان و بدر الدين دبسي : "تحالفات أسواق الأوراق المالية و السبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات"، شوهد يوم 2016/06/02 من الموقع الإلكتروني:
18. مواقيت و طريقة التسعير، الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> أطلع عليه بتاريخ 2019-06-11.
19. مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي، www.databank.albankaldawli.org
20. نبذة مختصرة عن تطور العمل في سوق الدوحة لأوراق المالية من الموقع الإلكتروني: http://www.dsm.com.qa/site/topics/printArticle.asp?cu_no=2&item_no=56&version=1&template_id=15&parent_id=14&static=1
21. الهيئة العامة لسوق المال من الموقع الإلكتروني:
22. وسطاء عمليات البورصة الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> أطلع عليه بتاريخ 2019-06-11.
23. وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، من الموقع الإلكتروني <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/> ، أطلع عليه بتاريخ 2011-04-03.

الملاحق

الملحق (1-2): مؤشر صندوق النقد العربي

لإحتساب المؤشر، يختار النظام المعمول به بيانات لعينة من الشركات المدرجة في السوق المعنى تمثل قيمتها السوقية حوالي ثلثي القيمة السوقية لإجمالي الشركات المدرجة في السوق. والجدير بالذكر أنه يتم مراعاة عدة معايير عند اختيار العينة، أولها حجم القيمة السوقية للشركات، إذ يراعى أن تكون العينة منتقاة من أكبر الشركات من حيث القيمة السوقية.

أما المعيار الثاني فهو حجم ونشاط التداول لأسهم الشركة، حيث يراعى أن تشمل العينة الشركات الأكثر تداولاً ونشاطاً في السوق.

وأخيراً تأخذ العينة في الحسبان جميع القطاعات والفعاليات الاقتصادية المتواجدة في السوق بحيث تتضمن أسهم لشركات من جميع القطاعات مع مراعاة نسبة حجم قطاع معين إلى الحجم الإجمالي للسوق. وأخيراً، تتضمن النشرة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يتم عند احتسابه دمج جميع أسهم العينات للأسواق المشاركة في عينة واحدة. وتجري مراجعة أسهم العينة لكل سوق بشكل دوري للتأكد من توافر المعايير الثلاثة المذكورة.

تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل، والصيغة العامة للمؤشر هي¹: عندما تكون $i > 1$.

$$100 * (B_i/M_i) = X_i$$

$$M_{ad}/M_i * B_{i-1} = B_i$$

$$i=1 \text{ عندما تكون}$$

$$100 = X_i$$

$$M_i = B_i$$

حيث:

$$iX = \text{المؤشر عند الفترة } i$$

$$B_i = \text{القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون } i = 1 \text{ (الفترة الأولى)}$$

$$M_i = \text{القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة } i$$

M_{ad} = القيمة السوقية المعدلة (تعديل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم).

¹ - المنهجية العامة لاحتساب مؤشر صندوق النقد العربي من الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae> لوحظ يوم 2017/05/14.

القيمة السوقية (M)

تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر والقيمة السوقية لكل سهم:

$$n_i * P_i$$

حيث:

$$P_i = \text{آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة } i$$

$$n_i = \text{عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة } i$$

القيمة السوقية المعدلة (M_{ad})

يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة (M_{ad}) للفترة i بموجب الصيغة التالية:

$$Q_{i-1} + N_i - R_i - I_i - M_i = M_{ad}$$

حيث:

I_i = القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i. وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

R_i = القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

N_i = القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة i.

Q_{i-1} = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i.

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

تستخدم الصيغ أعلاه لاحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملة المحلية لكل دولة. ويحتسب الصندوق مؤشرات بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

أما مؤشر الصندوق المركب، فهو يشمل مؤشرات الأسواق المالية في أربعة عشر سوقاً، وهي الأسواق في كل من الأردن، البحرين، تونس، السعودية، سوريا، عُمان، الكويت، لبنان، مصر، المغرب، أبوظبي، دبي، قطر، فلسطين.

يعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملة المحلية.

الملحق (3-1): التحليل الوصفي لعينة الدراسة

	R_BHR	R_DZA	R_EGY	R_JOR	R_KWT	R_LBN	R_MAR	R_OMN	R_QAT	R_SAU	R_TUN	R_UAE
Mean	119.5422	76.88222	137.4103	362.9689	315.2056	183.9553	459.5075	309.9122	754.4942	336.7006	82.67806	353.2117
Median	113.1000	73.05000	127.5000	368.9000	298.3500	174.3500	435.8100	313.2750	635.6000	331.2000	81.55000	381.8000
Maximum	178.2000	100.1000	221.2000	417.9000	425.9000	249.3000	583.0000	469.0900	1215.000	483.8000	108.8000	542.6000
Minimum	85.30000	60.60000	75.38000	309.3000	218.8000	146.9000	375.6000	88.90000	259.1000	220.9000	64.30000	208.7000
Std. Dev.	26.94067	12.91536	37.85051	30.86153	65.73565	23.57026	63.60410	83.17963	264.3847	50.30436	8.276371	89.49346
Skewness	0.752286	0.234161	0.646167	-0.170616	0.270084	1.161335	0.442845	-0.204682	0.190642	0.622229	0.655705	0.260327
Kurtosis	2.521151	1.394076	2.746285	1.812743	1.728204	3.435796	1.768090	3.352603	1.861999	4.117826	4.393424	2.202211
Jarque-Bera	3.739546	4.197478	2.601748	2.289026	2.863871	8.377073	3.453071	0.437862	2.160638	4.197315	5.492141	1.361323
Probability	0.154159	0.122611	0.272294	0.318379	0.238846	0.015168	0.177900	0.803377	0.339487	0.122621	0.064180	0.506282
Sum	4303.520	2767.760	4946.770	13066.88	11347.40	6622.390	16542.27	11156.84	27161.79	12121.22	2976.410	12715.62
Sum Sq. Dev.	25402.99	5838.230	50143.14	33335.18	151241.1	19444.51	141591.9	242159.8	2446474.	88568.49	2397.441	280317.8
Observations	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات Eviews 8

الملحق (2-3): اختبار سببية جرانجر بين السلاسل الزمنية

Pairwise Granger Causality Tests
 Date: 10/26/19 Time: 20:13
 Sample: 2009Q1 2017Q4
 Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DR_DZA does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_DZA	34	1.90644 0.01868	0.1772 0.8922
DR_EGY does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_EGY	34	0.00016 0.11414	0.9900 0.7378
DR_JOR does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_JOR	34	1.94769 0.98412	0.1728 0.3289
DR_KWT does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_KWT	34	0.67517 0.01618	0.4175 0.8996
DR_LBN does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_LBN	34	0.31266 2.88210	0.5801 0.0996
DR_MAR does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_MAR	34	0.02108 0.06109	0.8855 0.8064
DR_OMN does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_OMN	34	0.99319 0.54299	0.3267 0.4667
DR_QAT does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_QAT	34	1.80313 0.00017	0.1891 0.9898
DR_SAU does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_SAU	34	1.94887 1.37833	0.1726 0.2493
DR_TUN does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_TUN	34	0.03024 0.25344	0.8631 0.6182
DR_UAE does not Granger Cause DR_BHR DR_BHR does not Granger Cause DR_UAE	34	1.97886 0.20113	0.1695 0.6569
DR_EGY does not Granger Cause DR_DZA DR_DZA does not Granger Cause DR_EGY	34	0.12665 3.44522	0.7243 0.0730
DR_JOR does not Granger Cause DR_DZA DR_DZA does not Granger Cause DR_JOR	34	0.00595 1.30062	0.9390 0.2628
DR_KWT does not Granger Cause DR_DZA DR_DZA does not Granger Cause DR_KWT	34	0.12237 0.79016	0.7288 0.3809
DR_LBN does not Granger Cause DR_DZA DR_DZA does not Granger Cause DR_LBN	34	0.25342 2.25035	0.6182 0.1437
DR_MAR does not Granger Cause DR_DZA DR_DZA does not Granger Cause DR_MAR	34	1.20284 0.03715	0.2812 0.8484
DR_OMN does not Granger Cause DR_DZA DR_DZA does not Granger Cause DR_OMN	34	0.59594 0.02226	0.4460 0.8824
DR_QAT does not Granger Cause DR_DZA DR_DZA does not Granger Cause DR_QAT	34	0.02412 0.46172	0.8776 0.5019
DR_SAU does not Granger Cause DR_DZA DR_DZA does not Granger Cause DR_SAU	34	0.05436 0.52740	0.8172 0.4731

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات Eviews 8

الملحق (1-4): نتائج تقدير النموذج الساكن بين عائد بورصات الأوراق المالية العربية والمتغيرات الاقتصادية

الجدول (1): تقدير النموذج التجميعي

Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Date: 10/27/19 Time: 19:44
Sample: 2009 2017
Periods included: 9
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	160.3292	45.82736	3.498548	0.0007
DOUV	-1.314693	0.622760	-2.111076	0.0372
IDE	1.439074	5.429527	0.265046	0.7915
INF	-16.32114	5.008635	-3.258600	0.0015
C	363.0002	67.71146	5.360986	0.0000
R-squared	0.214850	Mean dependent var		291.0391
Adjusted R-squared	0.184359	S.D. dependent var		204.7532
S.E. of regression	184.9184	Akaike info criterion		13.32290
Sum squared resid	3522067.	Schwarz criterion		13.44707
Log likelihood	-714.4364	Hannan-Quinn criter.		13.37324
F-statistic	7.046289	Durbin-Watson stat		0.487106
Prob(F-statistic)	0.000047			

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات Eviews 8

الجدول (2): تقدير نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Date: 10/28/19 Time: 06:35
Sample: 2009 2017
Periods included: 9
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	172.0994	46.42332	3.707176	0.0004
DOUV	-1.419225	0.641024	-2.213995	0.0292
IDE	3.082936	5.622057	0.548365	0.5847
INF	-16.46696	5.147762	-3.198858	0.0019
C	359.0742	69.94624	5.133574	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.267993	Mean dependent var		291.0391
Adjusted R-squared	0.175529	S.D. dependent var		204.7532
S.E. of regression	185.9167	Akaike info criterion		13.40096
Sum squared resid	3283677.	Schwarz criterion		13.72381
Log likelihood	-710.6519	Hannan-Quinn criter.		13.53186
F-statistic	2.898346	Durbin-Watson stat		0.402424
Prob(F-statistic)	0.001877			

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات Eviews 8

الجدول (3): تقدير نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: R
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 10/27/19 Time: 19:48
Sample: 2009 2017
Periods included: 9
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 108
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	42.68838	44.98233	0.949003	0.3448
DOUV	0.871036	0.784461	1.110363	0.2694
IDE	-4.051911	3.729723	-1.086384	0.2798
INF	2.595343	3.527507	0.735744	0.4636
C	185.0959	85.13307	2.174195	0.0320

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		166.5827	0.7685
Idiosyncratic random		91.42963	0.2315

Weighted Statistics			
R-squared	0.034527	Mean dependent var	52.37667
Adjusted R-squared	-0.002967	S.D. dependent var	92.93358
S.E. of regression	93.07133	Sum squared resid	892214.1
F-statistic	0.920874	Durbin-Watson stat	0.848677
Prob(F-statistic)	0.454848		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.003504	Mean dependent var	291.0391
Sum squared resid	4470133.	Durbin-Watson stat	0.299755

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات Eviews 8