

دراسات نظرية وتطبيقية :

تطوير وربط البورصات العربية

و

تأسيس البورصة العربية الموحدة

صلاح الدين حسن السيسي

دراسات عليا- كلية التجارة- جامعة القاهرة

خبير مالي ومصرفي

تطوير وربط البورصات العربية

و

تأسيس البورصة العربية الموحدة

- ١ - مقدمة.
- ٢ - تطور مناخ الاستثمار في الوطن العربي.
الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية.
- ٣ - واقع الأسواق المالية العربية.
- ٤ - عقبات تطوير وربط الأسواق المالية العربية.
صناع السوق.
- ٥ - عوامل تنشيط الأسواق المالية العربية.
- ٦ - نتائج وتوصيات.
- مصطلحات وتعابير متداولة (عربي _ إنجليزي).
- المراجع.

يعيش العالم اليوم عصر التكتلات الإقليمية والقارية المستندة إلى أسس اقتصادية تعد المدخل الطبيعي و العملي لميلاد هذه التكتلات وضمان وجودها واستمرارها واتساع نطاقها ... ورغم كل المحاولات و الجهود التي بذلت على الصعيد القومي عربياً منذ منتصف الأربعينات وحتى الآن لإيجاد تكتل أو تكامل اقتصادي عربي يأخذ شكل سوق مشتركة أو منطقة تجارة حرة كبرى فإن هذه المحاولات لم تحقق أهدافها المنشودة حتى الآن.

وليس من شك في أن العالم العربي يشهد حالياً تغيرات هيكلية في مجال تطبيق برامج التنمية الاقتصادية، واتجاه نحو تحرير قطاعها التجارية الداخلية و الخارجية ، ودعوة الاستثمارات الخاصة للمشاركة في خططها التنموية ، إضافة إلى المرونة في أسعار الصرف و الفائدة بما يتماشى مع أوضاع الاقتصاد العالمي وبخاصة بعد انضمام غالبية الدول العربية لاتفاقية الجات .

وتحتل قضية بورصات الأوراق المالية العربية ، وإيجاد وسائل الربط فيما بينها وتأسيس سوق مالية عربية موحدة أهمية كبيرة لدورها في تيسير حركة انتقال رؤوس الأموال العربية و استثمارها داخل الوطن العربي، وباعتبار أن تطوير وافتتاح هذه البورصات أصبح يكتسب أهمية متزايدة في تمويل التنمية على مستوى الاقتصاديات الوطنية و التنمية العربية المشتركة ، و بالتالي تعزيز التكامل الاقتصادي العربي.

إن البورصات العربية تحتاج إلى المزيد من التطوير في معظم البلدان العربية لاسيما في ظل الاتجاه إلى تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي و الخصخصة التي يكس نجاحها في وجود بورصات قوية ممكن من توزيع حصص الملكية على أكبر عدد من المساهمين، حيث أثبتت التجارب أن البورصة تستطيع أن تلعب دورها في نجاح برامج الإصلاح الاقتصادي سواء في الدول المتقدمة أو النامية ... وتطوير البورصات يتطلب اتخاذ إجراءات تؤدي إلى زيادة حجم التعامل في البورصة ، وتحقيق نوع من الاستقرار في أسعار التداول ، ومنع أي مضاربات غير اقتصادية قد تحمل مخاطر جسيمة تؤدي إلى فقدان الثقة ... أن البورصة يجب أن تكون أداة للاستثمار و تشجيعاً للمواطنين على المساهمة في رؤوس أموال المشروعات ، و تحقيق أرباح ، أي أن تكون أداة جذب ... ومن الضروري أن تتعاون

البورصات العربية مع بعضها البعض بحيث يكون هناك ربط بين أجهزة البورصة وشركات المقاصة وشركات أمناء الاكتتاب وغيرها من الأدوات الخاصة بأسواق المال. إن هذا التعاون أصبح ضرورة ملحة وتقتضيها مصالحها المشتركة في عصر سارت فيه التكتلات الاقتصادية هي السمة الغالبة على النشاط الاقتصادي الدولي، الأمر الذي يقتضي الإسراع بإقرار التعاون الاقتصادي العربي، بما يساعد قضية تنوع مصادر الدخل في الوصول لأهدافها، خاصة وأن حجم السوق العربية من ناحية الكم السكاني تصل إلى نحو ربع مليار نسمة، ومن ناحية الأنفاق بنوعيه الاستهلاكي والاستثماري مما يشكل فرصة لزيادة الطاقات الإنتاجية في معظم الأنشطة الاقتصادية لتلبية احتياجات الأسواق العربية والاستفادة من وفورات الحجم الكبير، وذلك في حالة تشجيع التجارة البينية العربية من خلال صيغة التعاون الاقتصادي العربي المرتقب. إن البورصات العربية لازالت تقبع داخل حدودها الجغرافية ولم تمد نشاطها كما حدث بالنسبة لجميع البورصات العالمية، وهو الأمر الذي جعل فائض الأموال العربية يذهب إلى الخارج بحثاً عن فرص الربح وعوائد الاستثمار المختلفة ومنها الاستثمار في البورصات الأجنبية.

ويلاحظ الاهتمام المتزايد لدى الدول العربية بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها، وكذلك إمكانية الربط فيما بينها وذلك من منطلق أيمان راسخ لدى المتخصصين ورجال المال بأن إنشاء وتطوير مثل هذه الأسواق سوف يساعد على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي باعتبارها أهم أحد القنوات الرئيسية في حشد واستثمار الموارد المالية، وحيث تشكل الأسواق المالية العربية آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وتشجيع حركة انتقال هذه الموارد من بلدان الفائض المالي إلى بلدان العجز المالي في المنطقة العربية، وأيضاً كعامل هام في جذب الأموال العربية الموظفة في خارج الوطن العربي.

وتطوير البورصات العربية، وإيجاد قنوات الربط فيما بينها يتطلب اتخاذ عدداً من الإجراءات الإصلاحية لتطوير هذه الأسواق ورفع كفاءتها من خلال إعادة النظر في الأطر التشريعية والتنظيمية والمؤسسية، إلى جانب تبني السياسات المالية والنقدية السليمة لتفعيل دور المؤسسات المالية العربية في تعزيز انسياب الموارد المالية عبر البورصات العربية... وإن تطوير وتوحيد النظم والمعايير المحاسبية

والإفصاح المالي ، وإنشاء شبكة اتصالات ومعلومات عربية متطورة من شأنه أن يسهم بدرجة ملحوظة في رفع كفاءة البورصات العربية وزيادة الترابط فيما بينها لتغدو أكثر قدرة على الابتكار والإبداع لمواكبة المستجدات والتطورات السريعة في البورصات العالمية.

وتشهد الفترة الحالية نشاطاً ملحوظاً في معظم أسواق الأوراق المالية العربية ، واتجاهاً قوياً للربط بين هذه الأسواق عملاً على تنشيطها وتفعيل دورها في سبيل دعم التنمية العربية الشاملة المنشودة، وباعتبارها أحد أهم أدوات حشد الموارد المالية وتوظيفها في الاستثمارات الإنتاجية على أسس تنافسية كفاءة...

وتكتسب حركة تطوير وتكامل أسواق الأوراق المالية العربية أهمية خاصة في ظل اعتبارات أهمها: تزايد الطلب على رؤوس الأموال المحلية لتأمين المبالغ اللازمة للتنمية والإعمار ، وتوفير احتياجات القطاع الخاص لممارسة دوره في هذا المجال في ظل تسارع وتيرة (التخصيصية) في معظم الدول العربية خصوصاً وأن تطور مستوي أداء هذه البورصات هو أحد متطلبات تنفيذ عمليات التخصيص بكفاءة مما سيضيف الكثير إلى حجم هذه البورصات وتزيد معه سيولتها .

يضاف إلى ذلك تعاطف الحاجة إلى تيسير حركة انتقال رؤوس الأموال العربية واستثمارها داخل حدود الوطن العربي مع تشجيع عودة وتوطين الأموال العربية المستثمرة خارج حدود الوطن العربي والتي تقدر بـ (٩٠٠) مليار دولار أمريكي أو استعادة الجزء الأكبر منها على الأقل وتوقف تدفق أموال عربية أخرى إلى أسواق المال الأجنبية حتى تتوفر للوطن العربي الأموال اللازمة التي تساعد على إنشاء المشروعات الكبرى التي تتعامل في الأسهم والأوراق المالية العربية ، الأمر الذي يتطلب أن تعيد المؤسسات العربية هيكلتها نظماً بحيث تخلق جواً من الطمأنينة تشجع هذه الأموال على العودة إلى وطنها ، بل وتشجع كذلك رؤوس الأموال الأجنبية التي تسعى وراء الحصول على فرص استثمارية مجزية داخل الوطن العربي . كذلك يتعين على هذه المؤسسات المالية العمل على إيجاد قدرة استيعابية لهذه الأموال لتشغيلها في القطاعات الاقتصادية العربية .

أن تطوير وتعميق الأسواق المالية العربية و الربط بينها سوف يساعد على توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية أمام المستثمرين العرب ، وسوف يعين المدخرات العربية ويساهم في تقارب اقتصادي

البلدان العربية أملاً في إيجاد السوق المالية العربية الموحدة في إطار من التعاون الاقتصادي العربي يكون قادراً على تحقيق المنفعة لمجموعة البلدان العربية مما يساعدها على المنافسة و البقاء في ظل التكتلات الاقتصادية العالمية القائمة حالياً .

ولعلنا نذكر هنا أن جهود اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية في الفترة التي تلت تأسيسه عام ١٩٨٢ قد تركزت على توسيع قاعدة العضوية وتشجيع قيام بورصات عربية جديدة ونشر الوعي التوظيفي بين المواطنين العرب وتبادل المعلومات والبيانات بين الأعضاء وعقد ندوات متخصصة للعاملين في البورصات لاسيما في مجال تدليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار العربي وذلك عن طريق تنسيق وتوجيه القوانين و الأنظمة المعمول بها في قطاع الأوراق المالية ... وفي مجال الربط بين البورصات العربية ومراحل العمل في هذا الاتجاه نرصد مرحلتين :

المرحلة الأولى: تركزت الجهود في هذه المرحلة التي امتدت خلال الفترة (٨٧-١٩٩٢) على تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات العربية بين البورصات الأعضاء، وقد اتضح نتيجة للدارسات الفنية و القانونية التي وضعها الخبراء العرب صعوبة تبادل التسجيل كآلية للتعاون المشترك بين البورصات نظر لاختلاف شروط الأدرج من سوق لأخر وغياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدور البورصة مثل مؤسسات التفاضل وشركات الوساطة ، واختلاف مراحل التطوير ومستوى نضج التقاليد الاستثمارية بين البورصات ، ولعل أهم العقبات التي حالت دون تحقيق الربط في هذه المرحلة هي اختلاف القوانين المنظمة للاستثمار في البورصات العربية واقتصار وحق التملك على مواطني الدولة دون غيرهم ، فضلا عن شرط حصول الترخيص لغير المواطنين للتملك في حدود المسموح به من اسهم الشركات الوطنية و القيود القانونية للتعامل بالأسهم ثم اختلاف قوانين تنظيم الشركات وأسواق المال و الضرائب على أرباح القيم المنقولة أو الرقابة على الصرف مما يؤثر تأثيراً مباشراً على حركة التعامل بالأوراق المالية بين البورصات العربية ... ولم يكن من اليسير تدليل العقبات التي تحول دون تبادل قيد اسهم الشركات بين البورصات العربية كما لم يكن من السهل تجاوز مشاكل الأدرج وتوحيد شروطها بين البورصات. وقد رأى اتحاد البورصات العربية ضرورة الحفاظ

على استقلالية كل بورصة في وضع وتطبيق قوانينها وأنظمتها. وانتهت هذه المرحلة من محاولات الربط بوضع دراسة مقارنة بين شروط الإدراج في كل بورصة في محاولة لإيجاد نقاط تقارب مشتركة بين هذه الشروط ، وتم في ضوء ذلك وضع شروط عامة لإدراج الشركات في أكثر من سوق . وقد أثبتت الجهود والمحاولات التي تمت بالنسبة لتبادل إدراج الأسهم وتعميم شروط الإدراج الخاصة بضرورة إيجاد وسيلة أخرى غير تقليدية تحقق الهدف النهائي من الربط بين البورصات العربية بشكل سريع وعملي لتجاوز الصعوبات التي أشرنا إليها.

المرحلة الثانية: لقد مهدت دراسات المرحلة الأولى الطريق أمام البحث عن طريق آخر وانتهاج آلية جديدة لتحقيق الربط بين البورصات العربية لإيجاد آلية لتداول الأوراق المالية العربية يمكن للمستثمر العربي من خلالها أن يمتلك ويتداول الأوراق المالية الصادرة و المسجلة في أي بورصة عربية أخرى بأقل جهد وكلفة ... وساعد المناخ الدولي خلال عقد التسعينات من القرن الماضي المتمثل في تحرير التجارة و الخدمات المالية و شيوع سياسات التحرير الاقتصادي في الدول العربية على المضي في تبني آلية جديدة للربط بين البورصات العربية بعقد الاتفاقيات بين الأسواق المالية العربية للإدراج المشترك بينها على النحو الذي سيرد ذكره فيما بعد.

وتزايدت في الفترة الأخيرة الدعوة إلى ضرورة المبادرة بإنشاء سوق مالية عربية موحدة استجابة لمصلحة وطنية عاجلة في إيجاد السبل و الوسائل التي يتم معها خلالها توفير مصادر التمويل اللازمة للإنشاء و التوسع في مشاريع التنمية التي تحتاج إليها بلدان الوطن العربي.

٢ - تطور مناخ الاستثمار في الوطن العربي

يشير تعبير (مناخ الاستثمار) إلى مجمل الأوضاع و الظروف المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملية الاستثمارية ، و هي تشمل الأوضاع و الظروف السياسية و الاقتصادية و الاجتماعية و الأمنية و القانونية و الإدارية المؤثرة على حركة رؤوس الأموال و توجهها و توجهاتها ... فالوضع العام و السياسي للدولة ، ومدى ما يتسم به من استقرار ، وتنظيماتها الإدارية و ما تتميز به من فاعلية و كفاءة ، و نظامها القانوني ومدى وضوحه و اتساقه و ثباته و توازن ما ينطوي عليه من حقوق و التزامات ،

وسياسات الدولة الاقتصادية وإجراءاتها ، وطبيعة السوق وآلياته وإمكاناته من بني تحتية وعناصر إنتاج ... الخ وهذه العناصر مجتمعة إما أن تمثل دفعا للإقبال على الاستثمار في بلد ما أو الانصراف عنه ... وقد تزايد اعتماد رجال الأعمال وواضعي السياسات على المؤشرات المستنبطة من رصد مكونات الاقتصاد كأساس يسترشدون به في اتخاذ القرارات الخاصة بالسياسات أو تخصيص الموارد وكذلك بالاستثمار ... ورغم أهمية مثل هذه المؤشرات في إعطاء صورة إجمالية ، ألا أن الرصيد التجميعي للتطورات يبقى الوسيلة الأكثر دقة لإعطاء صورة أقرب إلى الواقع ، مع مراعاة أن الوزن النسبي لكل من العوامل تختلف من دولة إلى أخرى ومن قطاع إلى آخر بل من مشروع إلى آخر داخل الدولة الواحدة ، كما يختلف بين مرحلة وأخرى من مراحل نمو وتطوير الدولة .. وقد سعت الدول العربية إلى تحسين وتطوير بعض هذه المكونات من خلال تعديل وتكيف سياساتها ، ومن خلال إجراءات إدارية تزيل أو تخفف من حدة الانعكاسات السلبية للمكونات التي تحتاج إلى وقت أطول لتغيرها .. وتؤثر العوامل التالية (إيجاباً أو سلباً) على مناخ الاستثمار : العوامل السياسية - العوامل الاقتصادية و المالية - أسواق رأس المال - العوامل البنوية -العوامل الإدارية و الإجرائية - العوامل البشرية - العوامل المتعلقة بالمستثمر العربي ... وفيما يلي نوجز إيضاح هذه العوامل :

(١) **العوامل السياسية :** وتعتبر اكثر العوامل تأثيراً في مناخ الاستثمار حيث يعتبر الاستقرار السياسي العامل الأول الذي يراعيه المستثمر عند اتخاذ قراره بالاستثمار .. ويشمل عامل الاستقرار السياسي عناصر أهمها : مستجدات الوضع السياسي العام وما يتسم به من استقرار ، والتركيب الاجتماعي وما يحويه من وفاق أو تنافر ، وعلاقات حوار وما يكتنفها من تعايش أو اضطراب ، ومدى ما يحظى به نظام الحكم من قبول أو إعراض ، كما يشمل العامل المؤسسي كافة الأمور المتعلقة بالنظام القانوني السائد ومدى وضوحه وثباته واتساقه وتوازن بين ما يوفره من حقوق ومما يفرضه من واجبات، و المؤسسات و الهيئات القائمة على توفير أسس التعامل الجيد مع المشاريع الاستثمارية ، وتخطي العقبات التي تعترض انسيابها و المتماثلة في البيروقراطية و الروتين و الفساد ، وكذلك الحوافز و المزايا والإعفاءات الممنوحة للاستثمار ، و قوانين العمل و الضرائب و رقابة النقد وما يتصل بها من حرية تحويل الأرباح وأصل الاستثمار إلى الخارج ... و المنطقة العربية محكومة بقدر كبير من عوامل عدم

الاستقرار نتيجة لعدة عوامل تتعلق بأهمية موقعها الجغرافي وضخامة الثروات التي تحتجزها والتي تشر مطامع القوى الكبرى والاحتكارات الدولية وتعمل هذه القوى على تغذية بذور الخلافات بين الدول العربية بالإضافة إلى الأوضاع الدولية ومتغيراتها التي تلقي بظلال من عدم اليقين على التطورات العالمية المقبلة وما تحبته للمنطقة .. وفي المقابل توجد مساحة متسعة من الأمل في استقرار الأوضاع السياسية تتمثل في الاعتماد المتزايد على المبادئ الدستورية و الأشكال الديمقراطية بتداول السلطة ، وميل واضح لإنهاء التوترات الداخلية والتراعات الحدودية عن طريق الحوار، والسعي نحو تجاوز الخلافات وتعزيز التعاون لمواجهة التحديات المتزايدة المفروضة على الدول العربية .

(٢) **العوامل الاقتصادية و المالية:** فقد شهدت الأوضاع الاقتصادية و المالية تحسناً ملموساً في عدة دول عربية، وقد تركزت جهود الدول العربية على خلق البيئة الاقتصادية المواتية لاستقطاب الاستثمار وذلك بتعميق الإصلاح الاقتصادي و النقدي والمالي، وترقية الجهود الجبائية، وتطوير أدوات السيطرة على الأنفاق لتقليص العجزات إلي الحدود المقبولة ، إضافة إلى استقرار معدل التضخم حول مستويات مقبولة ، و صمود أسواق رأس المال العربية أمام الهزات المالية ، و تعميق هذه الأسواق و توفير أسباب الترابط فيما بينها ... ولعل أبرز التطورات في هذا المجال (أ) التركيز على تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال برامج الإصلاح الاقتصادي الرامية إلى استعادة التوازن الداخلي و الخارجي (ب) التحسن الملحوظ في المؤشرات الرئيسية للأداء الاقتصادي في عدة دول عربية .. وفي مقابل هذه التطورات الإجمالية ، فإن هناك العديد من المعوقات أبرزها (أ) محدودية الأسواق المحلية التي طالما أعتراها المستثمرون عقبه أساسية في إقامة مشروعات استثمارية كبيرة (ب) شح النقد الأجنبي المتوافر في السوق المحلي و تدهور سعر صرف العملة الوطنية لبعض الدول العربية، وانعكاس ذلك على القيمة الحقيقية الاستثمار مقوماً بالعملات الأجنبية، وعلى أرباح المستثمرين عند تحويلها إلى الخارج .

(٣) **أسواق رأس المال :** اهتمت الدول العربية بإنشاء وتطوير وتنظيم أسواق الأوراق المالية خاصة على صعيد التشريع والتنظيم ، واستحداث قوانين خاصة لأسواق رأس المال وتطوير القائم منها، وإنشاء هيئات مستقلة لها، بالإضافة إلى فصل أجهزة الرقابة و الإشراف عن الأجهزة التنفيذية ، كذلك الاهتمام بتنظيم وتطوير عمليات الأدرج و التداول و الحفظ و الإيداع، وتنظيم عمل شركات

الوساطة المالية، وتعزيز دور صناع السوق ، إضافة إلى الارتقاء بمستوى الثقافة و الإفصاح المالي وتوحيد وتطوير المعايير المحاسبية، والعمل على زيادة عمق الأسواق وتنشيطها لتجاوز العديد من السلبيات الناتجة عن صغر حجم الأسواق بتشجيع الإصدارات في السوق الأولية ، وزيادة رؤوس أموال الشركات ، وتشجيع تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة أو مقفلة ... وبالإضافة إلى ذلك ، يلاحظ تزايد اعتماد القطاعين العام والخاص في تعبئة الموارد المالية على أسواق الدين المحلية والدولية مع تزايد اهتمام الدول العربية لتطوير أسواق الدين المحلية من خلال إيجاد و تحديث الأطر التشريعية، و آليات التنظيم و الرقابة، وصانعي السوق، و الوسطاء، و صناديق الاستثمار المخصصة للسندات ومروحي تلك الإصدارات، مع الاهتمام بشركات محلية للتقويم الائتماني إضافة إلى وكالات التقويم الدولية و التي عنيت بعض الدول العربية بالحصول على تصنيف منها لتسهيل دخول أسواق الدين الدولية حيث يمثل ذلك دلاله على تحسن مناخ الاستثمار في هذه الدول العربية ..ويأتي التوجه إلى تطوير أسواق السندات متسقاً مع الاتجاه العام لإيجاد بيئة مالية أساسية متطورة في الدول العربية كشرط ضروري لتحرير قطاع الخدمات المالية و الاندماج في الاقتصاد العالمي دون الوقوع في سلبيات التحرير و الاندماج المتمثلة في الانعكاسات الضارة لما أصبح يعرف بظاهرة (الأموال الساخنة) .. وإن هذا التوجه يعزز قدرة النظام المالي على التكيف مع الأزمات وتسهيل الحصول على التمويل طويل الأجل للمشروعات الاستثمارية الذي لا يمكن للبنوك توفيره، وبما يكفل أيضاً زيادة قيمة الأموال المخصصة للاستثمارات الإنتاجية وتحقيق تكلفتها من خلال زيادة تنافسية وكفاءة الخدمات المالية.

ولقد حظيت الاعتبارات التشريعية باهتمام كبير وتم تحقيق إنجازات كبيرة على المستويين القومي و القطري ،ومن أبرز الإنجازات التي من شأنها تشجيع تدفق الاستثمارات العربية البينية ما يلي:
(أ)الاتفاقية الموحدة لاستثمار رؤوس الأموال العربية في الدول العربية التي دخلت حيز التنفيذ في ١٩٨١/٦/٨ وصادقت عليها تباعاً كل الدول العربية ، ومن أهدافها توحيد المبادئ و القواعد القانونية التي تحكم معاملة الاستثمارات الوافدة ، الأمر الذي يسهل حركة الاستثمارات العربية في الوطن العربي .

(ب) إنشاء المؤسسة العربية لضمان الاستثمار منذ ١٩٧٤ والتي باشرت نشاطها منذ عام ١٩٧٥ بهدف توفير الضمان (التأمين) للاستثمارات العربية في الدول العربية ضد المخاطر غير التجارية وهي المخاطر التي تخرج عن سيطرة المستثمر وعادة ما تسبب فيها سلطات الدولة المضيفة للاستثمار.. أن أهم ما يتطلع إليه المستثمر أن يضمن لاستثماراته ملاذاً آمناً يحمي استثماراته من مخاطر التقلبات السياسية والاجتماعية و التشريعية التي قد تطرأ على البيئة التي يستثمر فيها أمواله. وإنشاء هذه المؤسسة يحدد كثيراً من التأثيرات السلبية للمشاكل السياسية والمنازعات المختلفة نظراً لما توفره ضماناتها من تأمين وتشجيع للمستثمرين ضد المخاطر السياسية. كذلك فقد تم إنشاء محكمة الاستثمار العربية المختصة بفض النزاعات التي يمكن أن تنشأ بين المستثمر و القطر المضيف للاستثمار.

(ج) إقرار إنشاء منطقة التجارة الحرة العربية وبرنامجهما التنفيذي، حيث تم الاتفاق على إجراء تخفيضات بواقع ١٠% سنوياً على الرسوم الجمركية المفروضة على سلع عربية المنشأ اعتباراً من أول يناير ١٩٩٨ إلى حين التحرير الكامل من هذه الرسوم بعد (١٠) سنوات.. ونظراً للعلاقة الوثيقة بين التجارة والاستثمار ، فإن إنشاء منطقة التجارة الحرة العربية وتغطية المؤسسة العربية لضمان الاستثمار للمخاطر التجارية وغير التجارية للصادرات العربية البينية سوف يوسع من نطاق التبادل التجاري بين الدول العربية بما يتيح من فرص تصديرية جديدة سوف يكون لها انعكاسها الإيجابي المباشر على حركة الاستثمارات ..ومن المتوقع أن تشهد الأطر التشريعية في مختلف الدول العربية تطورات مهمة في ظل المتغيرات التي تفرضها اتفاقيات منظمة التجارة العالمية حيث يفترض أن تسعى الدول العربية بالتنسيق مع الدول النامية الأخرى إلى المشاركة الفاعلة في المفاوضات الجارية لكي تأتي نصوص هذه الاتفاقيات ملائمة لمصالحها و مراعية لظروف ومتطلبات التنمية فيها.

(د) مجلس الوحدة الاقتصادية العربية .. وقد إنشئ عام ١٩٥٦ لتحقيق الأهداف التالية :

- حرية انتقال الأشخاص ورؤوس الأموال
- حرية انتقال البضائع و المنتجات الوطنية و الأجنبية
- حرية الإقامة و العمل و الاستخدام و ممارسة النشاط الاقتصادي
- حرية النقل و الترانزيت و استعمال وسائل النقل و المرافق و المطارات المدنية

• حرية التملك والأیضاء والارث

ومن الملاحظ أنه خلال الفترة الأخيرة ما يلي :

- وجود استراتيجية عمل جديدة لنشاط المجلس تعتمد على عدد من المحاور الأساسية من بينها تجديد فكر المجلس ووسائل تحقيق أهدافه ، مع تأكيد توطيد علاقات التعاون الوثيق مع جامعة الدول العربية ومنظمتها ومؤسساتها ، و الاهتمام بالتعاون أيضاً مع القطاع الخاص و المنظمات غير الحكومية خاصة بالنسبة لدفع مسيرة التنمية في الدول العربية ، وإسهامها في تحقيق التكامل الاقتصادي العربي.

- أن المجلس سيهتم بإنشاء الشركات العربية المشتركة بشكل يؤدي إلى التمهيد لتحقيق التكامل الاقتصادي العربي ، مع إنشاء شركات عربية متخصصة تعتمد على القطاع الخاص و تساعد الاتحادات النوعية في إنشائها مثل الاتحاد العربي للأسمنت والاتحادات العربية للأسمدة وغيرها.

وهكذا يتضح وجود فكر واضح نحو تنفيذ تحقيق خطوات تنفيذية ترصف الطريق السريع لقاطرة

التعاون التي توقفت في محطة واحدة ما يقرب من نصف قرن.

٤ - العوامل البنوية : وهي العوامل ذات العلاقة بالبنية الأساسية من خدمات نقل ومواصلات ومواني ومطارات واتصالات وتأسيس مناطق صناعية ومياه وصرف صحي وتخزين وغيرها ..وقد بذلت معظم الدول العربية جهوداً حثيثة وخصصت مبالغ طائلة لبناء وتحديث مرافق البنية الأساسية غير أن عدداً من الدول العربية لا يزال يعاني من مشكلة نقص خدمات البنية الأساسية وقد انجهدت هذه الدول إلى فتح قطاع البنية الأساسية أمام الاستثمارات الخاصة الأمر الذي يسهم في حل مشكلة توفير التمويل كما يسهم في تحسين نوعية الخدمات وتخصيص تكاليف الحصول عليها كنتيجة للمنافسة.

٥ - العوامل الإدارية و الإجرائية : فقد أحرزت الدول العربية نتائج جيدة على صعيد استقبال ومعاملة الاستثمار ، ألا أن العوامل الإدارية و الإجرائية لا تزال تشكل عقبة أمام تدفق الاستثمارات الخاصة ، غير أنه قد ظهر خلال الأعوام الأخيرة تطور نوعي في أداء بعض أجهزة تشجيع الاستثمار وإفادة بعضها من تقنيات الترويج المتاحة و النماذج المتقدمة في الاقتصاديات الصاعدة وبذل الجهود للترويج القطري وترويج القطاعات ذات الأولوية وفرص الاستثمار الكافية بها.

٦ - **العوامل البشرية** : ويعتبر توافر الخبرات الفنية و الإدارية و الأيدي العاملة المدربة اللازمة لتشغيل المشاريع الاستثمارية إحدى العقبات التي يواجهها المستثمر في الدول العربية مما قد يدفعه إلى استخدام مثل هذه الخبرات من الخارج ، ويلاحظ مؤخراً اهتمام الدول العربية بتنمية الموارد البشرية وان كلنت النتائج المحققة مازالت دون الطموح في البيئة التنافسية لعالم اليوم ألا أنه لابد من تسجيل عدد من الإيجابيات المتمثلة في الترتيبات المتعلقة بالتدريب وإعداد المدربين، وتأسيس صناديق مشاريع الشباب ، ودعم استخدام التقنيات المتقدمة وأدواتها المستجدة .

٧ - **العوامل المتعلقة بالمستثمر العربي** : فرغم الأهمية القصوى لدور مناخ الاستثمار وتأثيراته ، ألا أن هناك جوانب أخرى مما يدخل في صميم مسؤوليات المستثمر وواجباته قد تؤدي إلى فشل استثماراته رغم توفر المناخ الاستثماري المناسب .. وتمثل أبرز المشاكل في هذا المجال في (أ) ضعف المقدرة الاستثمارية لدى قطاع عريض من المستثمرين العرب ، وطغيان النظرة التجارية قصيرة المدى في حين أن الاستثمارات المباشرة هي بطبيعتها استثمارات طويلة الأجل (ب) عدم توفر إدارات متمكنة من الاستثمار يلزمه من معارف وقدرات فنية وإدارية لدى الكثير من المستثمرين العرب ، فالعلاقة طردية ما بين توفر هذه المعارف و القدرات و بين نجاح العملية الاستثمارية.

كذلك فقد واصلت الدول العربية جهودها في تطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادي وبرامج الخصخصة و التي تمخض عنها نتائج ذات أثر ملموس تمثلت في تخطى عدد من العقبات التي كانت تقف حائلاً دون جاذبية البيئة الوطنية للاستثمارات المحلية والأجنبية وما ساهم في تطور أسواق المال العربية كما وأداء تمثل في زيادة الربط بين عدد من أسواق المال العربية ، وإنشاء وتطور أسواق السندات ، وتنظيم وتنويع أدوات الاستثمار والياتة ، وتعميق الأسواق عن طريق تشجيع الإصدارات وزيادة رؤوس أموال الشركات ، وتحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة.. ولعل من أهم مظاهر تحسن البيئة العربية الجاذبية للاستثمار اهتمام وكالات التصنيف الائتماني الدولية بالاقتصاديات العربية و الشركات والمؤسسات المالية العربية إذ يعتبر هذا الاهتمام خطوة مهمة في اتجاه ترويج الدول العربية وإلقاء الضوء على فرض الاستثمار المتوافرة فيها.

ويمكن القول أن مناخ الاستثمار في الدول العربية عمومها سجل تحسناً نسبياً ملحوظاً كما شهد تطورات إيجابية جيدة وخاصة خلال العقد الأخير من القرن الماضي، ولكن لا يزال هناك العديد من مقومات الاستثمار في وقت يتعين مواجهة التحديات الناتجة عن التغيرات الدولية المتسارعة في مختلف مجالات الأنشطة الاقتصادية والاستثمارية والمالية والتجارية، ولعل أبرز هذه التحديات هي زيادة القدرة التنافسية للدول العربية، منفردة ومجموعة، لجذب مزيد من الاستثمارات الخاصة المباشرة في ظل تنافس محموم بين مختلف الدول على الفوز بأكبر حصة منها.

ومن الضروري توحيد الطاقات والإمكانات الاقتصادية العربية في مواجهة التكتلات الاقتصادية الإقليمية والعالمية، وإيجاد مكان للعرب بين هذه التكتلات لتكون الدول العربية قادرة على حماية وتأمين مصالحها في هذا العالم، ولابد من وضع استراتيجية لمواجهة التحديات، والإسراع في إنشاء منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى.. لقد أصبح التكامل الاقتصادي العربي هو الخيار الذي يوفر المناخ الملائم لاستغلال الثروات الطبيعية الهائلة التي تدر بها الأرض العربية.

ومن الملاحظ وجود توجه حذر من المستثمرين العرب إلى أسواق الاستثمار في الدول العربية، وهو حذر مصدره الخوف من المشاكل والمعوقات، التي تمثل عقبة تحول دون تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى هذه الدول العربية التي تسعى حالياً لجذب رؤوس الأموال بالعمل على إتاحة وتوفير الفرص المناسبة لإمام المستثمر العربي، وإزالة كافة المعوقات التي تجعله يتردد في استثمار أمواله.. وتتواصل الجهود في مختلف الدول العربية لتطوير وتحديث القوانين ذات العلاقة بالاستثمار الخاص، وإصدار قوانين جديدة للاستثمار أو مراجعة وتحديث القوانين السارية بهدف مواكبتها ومسارقتها للتطورات الدولية في شأن معاملة الاستثمارات الوافدة.. كذلك قامت عدة دول عربية بإصدار قرارات جديدة تهدف إلى تحسين البيئة الاستثمارية، وتبسيط إجراءات الاستثمار، ومنح المزيد من الإعفاءات والحوافز، إضافة إلى إصدار قرارات تمنح المستثمر، الوافد حق تملك المشاريع والاستثمار جزئياً أو كلياً في قطاعات كانت مخطورة عليه سابقاً..

وهنا نؤكد على ضرورة وأهمية توفير الثقة والطمأنينة والاستقرار، وهيئة المناخ الاستثماري العام، وهي دوافع أساسية لنجاح الجهود الاستثمارية، كما نؤكد على ضرورة تنمية الوعي

الاستثماري ، و اتخاذ الإجراءات الكفيلة بالتغلب على معوقات الاستثمار ، وإعادة النظر في التشريعات والسياسات والإجراءات لتهيئة المناخ الاستثماري الملائم ، وتوفير الاستقرار والخدمات والمرافق والحوافز والمرونة الإدارية ، بهدف جعل الاستثمار عملاً جذاباً من وجهة نظر المستثمرين.

الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية

تصاعد في السنوات الأخيرة اهتمام الدول النامية بجذب واستقطاب الاستثمارات الأجنبية بعد أن أدركت حقيقة الدور الذي يمكن أن تلعبه في تحقيق النمو الاقتصادي ، وتشجيع الاستثمار المحلي بعد أن تضاءلت كثيراً مصادر التمويل الأخرى مثل القروض و المساعدات، وتفاقت الاختلالات الهيكلية الاقتصادية الداخلية والخارجية التي تعاني منها مثل العجز في الحساب الجاري، والعجز في الموازنة العامة، وارتفاع معدل البطالة وغيرها .. وقد صاحب هذا الاهتمام قيام بعض الدول النامية بإجراء تغييرات واسعة النطاق وبشكل حثيث على سياساتها الاقتصادية مما يعطي القطاع الخاص دوراً أكبر في ممارسة النشاطات الاقتصادية، وبما يزيد من انفتاح اقتصادياتها المحلية على الاقتصاد الدولي، سعياً منها لمعالجة ما يعترضها ويواجهها من مشاكل اقتصادية كبيرة وجوهرية ، وسعياً لمواجهة نضوب المساعدات والقروض وارتباطها بشروط صعبة تفرضها المؤسسات الدولية على الدول المتلقية لها.

ويعد الاستثمار الأجنبي المباشر أحد أنواع الاستثمار الأجنبي الكلي ، أما النوع الآخر فهو الاستثمار بالحافطة ويختلف عن النوع الأول حيث يتوجه النوع الأول إلى إنشاء مشاريع اقتصادية في مختلف القطاعات الاقتصادية بشكل مباشر بينما يتم النوع الثاني من خلال شراء وبيع الأدوات المالية (مثل الأسهم والسندات) ولذلك فإن معظم الدول النامية تحبذ تشجيع النوع الأول بينما تتردد كثيراً في السماح بالنوع الثاني الذي يتضمن شراء غير المقيمين للأوراق المالية والمشتقات المالية القابلة للتجارة أو التبادل وهذا النوع هو المتعلق بالاستثمار في البورصات حيث تعتبر التدفقات في كثير من الأحيان قصيرة الأجل وتتميز بعدم الاستقرار ويدخل فيها عصر المضاربة فتتحول إلى أموال ساحنة مما يؤثر على الاستقرار الاقتصادي خصوصاً إذا أسئ استخدام هذه التدفقات أو استخدام البنوك المحلية لقروض البنوك الأجنبية قصيرة الأجل لها في تمويل قروض محلية طويلة الأجل مثلما حدث في آسيا. وهنا لابد

من التأكيد على وجوب التمييز بين الاستثمار المباشر ، توظيفات المحافظ المالية وأن يكون انتقائياً بالنسبة للقطاعات التي توجه نحوها الاستثمارات الخارجية ذلك أن إلغاء القيود على الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية الناشئة يهيئ الفرصة للمضاربين الأجانب للعب دور مدمر في تلك الأسواق بهدف جني الأرباح السريعة التي تتحقق من التحركات العنيفة لأسعار الأسهم والعملات.

ومع الإصلاحات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها بورصات الأوراق المالية العربية خلال التسعينات لا سيما في الفترة التي تزامنت مع توقيع اتفاقيات الجات وما تلاها من توقيع اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار منظمة التجارة العالمية أصبحت هذه البورصات أكثر انفتاحاً على الاستثمار الأجنبي وبدرجات متفاوتة تتراوح بين الانفتاح المطلق بدون قيود وبين ترك الباب موارباً وبشروط ونسب معينة لاستثمارات الأجانب في السوق. وإذا كانت اتفاقية تحرير الخدمات المالية التي وقعت في ديسمبر ١٩٩٧ تشكل الإطار الدولي لتحرير البورصات بما فيها البورصات العربية الموجودة في الدول الموقعة عليها ، فإن هذه الاتفاقية تنص على إزالة كل القيود أمام مشاركة الأجانب في سوق المال سواء في عمليات الاكتتاب أو شركات السمسرة والتجارة في الأوراق المالية أو المقاصة و التسوية، أو التسويق وتنشيط السوق، أو إدارة محفظة المخاطر. لكن الدول العربية تتفاوت في التزامها بمستوى تحرير بورصاتها حتى بالنسبة للدول العربية الموقعة على اتفاقية تحرير الخدمات المالية.

وإذا كان هذا هو الوضع بالنسبة لدور الأجانب في البورصات العربية بعد تحريرها بدرجات متفاوتة، فإن أخطر ما يواجه البورصات العربية المنفتحة على الخارج أن تكون مسرحاً لحركة الأموال الساخنة و المضاربين هو أن حركة دخول وخروج الاستثمارات الأجنبية إلى البورصة يتيح لها أن تكون أموالاً ساخنة وسريعة الحركة لتحقيق الأرباح من تحريك الأسهم في الاتجاهات التي تريدها وتدخّل وتخرج إلى السوق بدون عوائق أو قيود فليس هناك ضرائب على الاستثمارات الأجنبية أو أرباحها كما أنه ليس هناك فترة حد ادني لحيازة الأسهم قبل تداولها كما أن المستثمرين الأجانب غير ملزمين باستثمار أي جزء من أرباحهم المتحققة في البورصة في الاقتصاد الوطني سواء باستثمارات مباشرة أو في استثمارات غير مباشرة، وهذا الوضع الخاص بالاستثمارات الأجنبية في بعض البورصات العربية يمكن أن يشكل خطورة عليها على ضوء ما تعرضت له البورصات الآسيوية. إن الذي فجر تلك الأزمات في

البورصات الآسيوية منذ منتصف عام ١٩٩٧ استناداً إلى عوامل الضعف و الاختلالات القائمة فعلا هم المضاربون الأجانب حيث كانت الاستثمارات الأجنبية في البورصات وأسواق العملات في تلك البلدان تشكل نحو ٤٠% من الأموال المتحركة في تلك البورصات وأسواق العملات مما أعطى هذه الاستثمارات الأجنبية قدرة عالية على تفجير الأزمة على النحو الدرامي الذي شهدته البورصات الآسيوية المحررة، وكان من جراء ذلك أن المناخ الذي أفرزته الأزمات الآسيوية قد ساهم في زيادة القلق و المخاوف في العديد من البورصات في العالم.

لقد أثبتت الخبرات المتراكمة أن الآثار السلبية للأموال الساخنة في البورصات لا تتوقف على أهل تخرج من الدولة بسرعة كبيرة وكميات هائلة في أوقات غير متوقعة مما يؤدي إلى حدوث أزمات أو تفاقمها، ولكنها تمتد أيضا لتؤثر على الاستقرار الاقتصادي حيث أنها تؤدي إلى ارتفاع الأصول بصورة غير مبررة و تزيد المضاربة عليها و تزيد من الضغوط التضخمية من خلال زيادة الطلب الكلي الفعال و تمثل ضغوطا على سعر الصرف و تؤثر على السياسة النقدية و خصوصا إذا كانت الدولة المضيفة لاستثمارات المحافظة في بداية تحريرها المالي.

ويمكن القول أن تحرير المعاملات الرأسمالية أو تحرير سوق المال في التحليل الاقتصادي الكلي يجب أن يأتي بعد استكمال الجانب الأكبر من عملية تحرير السلع، و من المطلوب أثناء عملية التحرير تلك فرض قيود صارمة على تدفقات رأس المال القصير الأجل التي تزداد فحأة. و يحذر الخبراء من رؤوس الأموال الهائلة التي تنطلق من الأسواق المالية حاملة معها اضطرابات اقتصادية و مالية شديدة ربما تفضي إلى قلاقل اجتماعية و سياسية.

وأن الحفاظ على المصاخ الاقتصادية للدول العربية توجب أن يخضع تنظيم توظيف رأس المال الأجنبي في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية العربية لقواعد خاصة تختلف عن الاستثمار المباشر في منشآت قائمة أو جديدة وذلك لأن الاستثمار غير المباشر في البورصات العربية، لا يقترن بخلق طاقات إنتاجية جديدة، كما أن دوره الإيجابي في توفير السيولة يمكن أن يتحول إلى العكس تماما عندما تحدث موجة من بيع الأجانب للأسهم التي يحوزهم، إذ يؤدي ذلك لخلق أزمة سيولة.. ولكل ذلك فأد

هناك ضرورة لفرض ضرائب على أرباح الأرباح في البورصات العربية، وفرض فترة حيازة للأسهم قبل تداولها، وتقييد المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات.

ونعرض فيما يلي حجم واتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية، و العوامل المحددة لذلك، و الفوائد الإيجابية و النتائج السلبية التي قد تنتج عن هذا الاستثمار:

١ - العوامل المحددة لاتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر:

إن قراءة متأنية للتوزيع الجغرافي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على الصعيد العالمي يعطى مؤشرا واضحا عن العوامل الكامنة وراء نجاح بعض الدول وفشل الأخرى في استقطاب الاستثمار إليها. ولعل أهم درس يمكن الاستفادة منه في هذا السياق هو أن الدول التي تملك القدرة على أحداث التغيرات المطلوبة في أداؤها الاقتصادي وتوجيهه نحو الحرية القائمة على منح الأفراد والشركات حق الاختيار و العمل في الدول الأكثر قدرة على استقطاب الاستثمار الأجنبي ، وأهم من ذلك أنه لا بد من توافر إرادة سياسية واجتماعية ترحب بالاستثمار الأجنبي كعنصر داعم لجهود التنمية وليس منافسا لها، فالبلاد التي مازالت تنظر بعين الشك والريبة إلى الاستثمار الأجنبي باعتباره أحد أدوات الاستعمار الاقتصادي الحديث واحد وسائل استنزاف الموارد المحلية للدول النامية مازالت -أي هذه البلاد- غير قادرة على جذب المستثمر الأجنبي وإقناعه بجدوى الاستثمار لديها..ومن الدروس المستفادة أيضا أن النجاح في جذب الاستثمار الأجنبي وتحقيق التنمية المستدامة يتطلب درجة كبيرة من العناية بالعنصر البشري والتعليم (المؤسسات المرتبطة به) ، وبالسياسات التي تعمل على التوجه إلى الخارج والمنافسة، فالتوجه إلى الخارج يعزز النمو والإنتاجية وبالتالي يستقطب المستثمر الأجنبي الذي يرغب عادة في الاستفادة من فرص التصدير المتاحة. أما التعليم ، فيسهم في رفع إنتاجية العمال وبالتالي تقليل التكلفة . ويلاحظ أن عامل الإنتاجية، وليس الأجور، هو العامل الحاسم في زيادة المقدرة على النمو والتصدير، فالاستثمارات تتوجه إلى تلك البلدان التي يتمتع بها العنصر البشري بإنتاجية مرتفعة حتى وأن كانت أجوره مرتفعة ، فالإنتاجية تعوض هذا الارتفاع في كثير من الأحيان.

وأخيرا لا بد من الإشارة إلى أن السياسة الاقتصادية للدول المستقطبة للاستثمارات الأجنبية لعبت دورا هي الأخرى في تحديد توجهات هذه الاستثمارات فالدول التي تبنت اقتصادات السوق وقدمت

الحوافز المالية والإدارية للمستثمر الأجنبي وقللت من الروتين وأسهمت في تعزيز الاستقرار الاقتصادي كان نصيبها من تدفقات الاستثمار الأجنبي أكبر ، والعكس كان صحيحا في اغلب الأحيان.

٢ - الآثار الاقتصادية الاستثمار الأجنبي المباشر:

(أ) تحدث الاستثمارات الأجنبية المباشرة آثار مهمة على اقتصادات البلدان المستقطبة ، فبقدر ما تجلبه معها من موارد مادية وغير مادية بما فيها رأس المال والبحث والتطوير والتقنية العالمية في الإنتاج ، والقدرات الإدارية والتنظيمية ، فهي أيضا تزيد من مقدرة البلدان المستقطبة على إنتاج كميات أكبر وتحسين نوعية السلع والخدمات ، كذلك فان للاستثمارات الأجنبية مقدرة عالية على توسيع نطاق ومنافذ التسويق الخارجية غير التقليدية لتصدير المنتجات المحلية إليها وذلك لما تملكه من خبرات تراكمية ضخمة وعلاقات متشعبة على الصعيد الدولي . كما يمكن أن تشكل الاستثمارات الأجنبية مصدراً من المصادر المنافسة الإيجابية مع الصناعات المحلية مما يدفعها إلى العناية بمنتجاتها من حيث التكلفة والنوعية وبما يتفق والمعايير الدولية وهناك احتمالية كبيرة لأن تنشأ علاقات تعاون وتنسيق بين العديداً من المشاريع المحلية والاستثمارات الأجنبية ، وقد يشكل وجودها حافزاً إضافياً لإنشاء مشاريع محلية جديدة تعمل على تزويد المشاريع الاستثمارية الأجنبية ببعض ما تحتاجه من المواد الوسيطة والأولية.

(ب) هذه الآثار وغيرها يقابلها في بعض الأحيان آثار سلبية تتمثل في الموقف الحيادي وغير الإيجابي الذي تتخذه بعض الاستثمارات الأجنبية تجاه التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلدان المستقطبة، وعدم اكترائها بالبعد البيئي بل والأضرار به في كثير من الأوقات والمناسبات . ويشكو العديداً من الدول المستقطبة أن أثر الاستثمارات الأجنبية على توطيد تقنيات الإنتاج الحديثة وتوليد فرص العمل للأيدي المحلية لا يتناسب مع الآمال المعقودة عليها ومع حجم الأرباح الذي تحوله إلى الخارج، وقد ولد هذا التوجه السلبي ردة فعل معاكسة تجاه الاستثمارات الأجنبية في العديد من البلدان النامية واصبح ينظر إليها على أنها أداة حديثة من أدوات هب الثروات وزيادة التبعية للدول الصناعية المتقدمة.

يجب النظر هنا إلى الآثار السلبية للاستثمار الأجنبي بنوع من الموضوعية الأمر يعتمد في النهاية على كيفية تعظيم الآثار الإيجابية وتقليص الآثار السلبية لتكون المحصلة النهائية في صالح البلدان المستقطبة للاستثمارات الأجنبية التي اصبح الكل مجمعاً على أهميتها ، طبعاً بدرجات متفاوتة . وفي هذا

الإطار هناك مسؤولية خاصة تقع على كاهل حكومات الدول المستقطبة، إذا أن واجب مراقبة وتوجيه أداء ونشاطات الاستثمارات الأجنبية بشكل غير مباشر بما يخدم مصالحها الاقتصادية . وقد أفادت التجربة العملية أن البلدان التي استطاعت أن تسخر الاستثمارات الأجنبية لخدمة اقتصاداتها كان للحكومة دور رقابي وتوجيهي فعال في هذا المجال.

أن على الدول العربية أن تعيد النظر في استراتيجيتها في مجال استقطاب الاستثمارات الأجنبية الخاصة فتعمل على أحداث مزيد من التحرير في اقتصاداتها وتشجيع كافة الاستثمارات الأجنبية في كافة القطاعات ضمن ضوابط ومعايير محددة بهدف تعظيم الآثار الاقتصادية الإيجابية لهذه الاستثمارات.

الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول الخليجية

وفي الوقت الحالي فإنه وطبقاً للقوانين المطبقة في دول مجلس التعاون الخليجي، لا يحق للأجانب الاستثمار مباشرة في أسواق الأسهم . غير أن هذا الوضع أخذ في التغير بسرعة ، فعلى سبيل المثال تم السماح للأجانب المقيمين في الكويت الاستثمار في أسهم الشركات الكويتية من خلال الاكتتاب في صندوقين استثماريين. وفي سلطنة عمان ، تم السماح للأجانب بتملك ما يصل إلى نسبة ٤٩% من أسهم أي شركة مدرجة في البورصة إذا كانت قوانين الشركة تسمح بذلك. و المملكة العربية السعودية تسمح للبنك السعودي الأمريكي بطرح أول صندوق استثماري مشترك محدد الأجل ومفتوح للمستثمرين الدوليين وهو صندوق (سيف) الذي تم إدراجه في بورصة لندن ، ولا يحق لهذا الصندوق أن يمتلك أكثر من ٥% من أسهم أي شركة مدرجة بالسوق السعودية ، وفي دولة الإمارات تم مؤخراً طرح صندوق الأسهم الإماراتي من قبل بنك الإمارات الدولي ويسمح للأجانب بتملك ما يصل إلى ٤٩% من موجوداته من أسهم الشركات بسوق الأسهم الإماراتية غير الرسمية. وفي البحرين يسمح للأجانب غير المقيمين بالاستثمار في أسهم الشركات المحلية بنسبة تصل إلى ٢٤% من أسهم أي شركة مدرجة بسوق البحرين للأوراق المالية ، وكانت هذه الأسهم محظور تداولها للمستثمرين من خارج دول مجلس التعاون الخليجي. كما يسمح للأجانب المقيمين بالبلاد لمدة تزيد على ثلاث سنوات بأن يملكوها ما يصل إلى ١% من أسهم أي شركة منفردين بحيث لا تزيد ملكيتهم مجتمعين عن ٢٤% من

رأس مال أي شركة مدرجة بالسوق . كما فتح المجال أمام المستثمرين الأجانب بما فيهم غير المقيمين للاستثمار غير المشروط في أسهم أربع شركات مدرجة بسوق البحرين للأوراق المالية وهي المؤسسة العربية المصرفية ، وبنك البحرين الدولي ، وبنك انفستكروب ، ومصرف الاستثمار عبر البلدان العربية ، أما سوق الأسهم بقطر فمازالت مغلقة أمام المستثمرين من غير مواطني دول مجلس التعاون الخليجي .

٣ - واقع الأسواق المالية العربية

- بالرغم من تمتع الأسواق المالية العربية بإمكانات كبيرة للتطور ، إلا أنها تختلف كثيراً فيما بينها وذلك من حيث : الأطر القانونية ، وبناء المؤسسات الضرورية ، وتأسيس هيكليات اقتصادية متينة وتنقسم الأسواق المالية العربية إلى ثلاث مجموعات متباينة ، ولكل منها ظروف واحتياجات مختلفة :
- المجموعة الأولى : وتضم البلدان التي تتمتع بأسواق محلية منظمة ، وتعمل في إطار عمل تشريعي ومؤسسي متكامل للسوق .
 - المجموعة الثانية : وهي التي تتسم أوضاعها الاقتصادية بنوعية ونشاط كافيين لإنشاء أسواق مالية نشيطة ، لكنها تفتقر إلى الأطر القانونية والمؤسسية المتكاملة .
 - المجموعة الثالثة : فهي تفتقر إلى النوعية والحجم الكافي من النشاط الاقتصادي والتجاري الذي يبرر قيام أسواق مالية محلية متطورة .

ظلت بورصات الأوراق المالية العربية ، رغم حداثة بعضها وعراقلة البعض الآخر منها ، تحتل مكانا هامشيا في الأسواق المالية الدولية بل وحتى بين الأسواق الناشئة وتعرضت البورصات العريقة منها خلال السنوات الأخيرة إلى الإصلاح والتحديث (البورصة المصرية - بورصة بيروت - بورصة تونس - بورصة الدار البيضاء) فهذه البورصات قديمها وحديثها قامت على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة ولكن أداؤها يكشف أنها تتميز بسمات مشتركة وتتأثر بمجموعة من المعوقات التي أسهمت بتأطير وضعها الراهن وبمستوى من التطوير يتباين ويختلف في كثير من الحالات من سوق لآخر . وحتى وقت قريب لعب غياب أو تذبذب السياسة الاقتصادية وعدم انسجام مكوناتها إزاء تلك البورصات دورا في تحديد إطارها العام وما آلت إليه أوضاعها الراهنة .

أن التطورات الأخيرة التي شهدتها حركة إصلاح البورصات العربية إنما يعكس التوجهات الاقتصادية والسياسية لبرامج التثبيت الهيكلي والإصلاح الاقتصادي التي تتضمن أحياء وتنشيط وتنمية أسواق رأس المال لتواكب في نفس الوقت سياسات الخصخصة والتحول نحو القطاع الخاص . لقد جاء التطوير من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات التي تهدف إلى تحقيق هدفين :

الأول: هو تشجيع قيام بيئة اقتصادية واجتماعية ونفسية ملائمة لنجاح السوق وتعزيز الثقة فيها وحماية حقوق المستثمرين.

الثاني: هو جعل التعامل بأدوات السوق اكثر جاذبية من جانب المستثمرين لإصدارات جديدة. كما واكب التطوير الأخذ بأحدث التقنيات المستخدمة في البورصات العالمية وتكريس نظام للتداول والتأكيد على الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق كعنصر أساسي للقرار الاستثماري للمتعاملين بالأوراق المالية.

وعلى الرغم من حداثة نشأة أسواق الأوراق المالية العربية ، ورغم التطورات العديدة التي شهدتها ، وتفاوت التجارب الخاصة بها ، واحتلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها ، فإن لهذه الأسواق جميعها خصائص أساسية في كونها أسواق نامية مازالت تفتقر إلى عراقة التقاليد الاستثمارية الرشيدة ، وصغر حجم السوق وضيق نطاقها ، واستحواذ المؤسسات المالية والمصارف على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية ، كذلك تعاني هذه الأسواق من عدة عقبات مثل المعوقات التنظيمية والقانونية ، والمعوقات المتعلقة بعمل الأسواق وقلة العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية ...
وفيما يلي أهم خصائص وسمات الأسواق المالية العربية:

(أ) صغر حجم السوق وضيق نطاقه... وتتميز أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في كل من العرض الذي يقاس عادة بعدد الشركات المدرجة ، والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء .. وكذلك تتصف بورصات الأوراق المالية العربية بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي ، وانخفاض نسبة رأس المال السوقي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ويعبر عنها بالرسملة. ويلاحظ أن ضيق حجم السوق وصغر حجم متوسط رأس المال السوقي تترتب عليه زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.

(ب) ارتفاع درجة تركيز التداول ... ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول ، ويعكس ذلك جودة الأوراق المالية المتداولة .. وتعاني كافة بورصات الأوراق المالية العربية من هذه المشكلة التي تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية ويرجع ذلك لسببين هما :

(١) احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة (٢) انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة خاصة أسهم شركات القطاع العام.

(ج) ضعف الفرصة المتاحة للتنويع ... تتسم جميع البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية . وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على استراتيجيات 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 . ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطيع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن وقطاع الأسمتت ومع ذلك تلعب الشائعات دوراً بارزاً حيث يتركز التعامل على سهمين أو ثلاثة في البورصة .

(د) ضعف السيولة ... تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في التخصيص الكفء للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة وترتفع قيمتها السوقية ، والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة حيث يقل التعامل على أسهمها وتنخفض قيمتها السوقية . ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي . ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف في سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي ترم يومياً وعدد أيام التداول في السنة . ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين . ويلاحظ في البورصات العربية أن أسعار الأسهم وحتى أسعار وحدات صناديق الاستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في كثير من الأحيان.

ولتحسين سيولة السوق يتعين اتباع استراتيجيات تستهدف خفض القيمة السوقية للأوراق المدرجة مثل : إستراتيجية التقسيم - إستراتيجية التوزيعات في صورة أسهم - تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار - تشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار في الأوراق المالية - خفض فترة تسوية الصفقات .

(هـ) **التقلبات الشديدة في الأسعار...** من الخصائص الأساسية التي تميز بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار ، ويعزى ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة ، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية بالتالي ... وهناك في معظم البورصات العربية هامش مسموح به المدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين ١٠ و ٥% علما بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها.

وقد تصاعد الاهتمام خلال السنوات الماضية من قبل حكومات العديد من الدول العربية لإقامة أسواق للأوراق المالية ، أو تطوير القائم منها نظراً للدور الفعال والحيوي الذي تلعبه هذه الأسواق في تطوير الاستثمارات العربية ... وقد بدأ اهتمام حكومات الدول العربية يتحول إلى حركة فعالة في اتجاه تطوير هذه الأسواق المالية العربية وذلك لتحقيق أهداف في مقدمتها :

١- **إنشاء وتطوير الأسواق المالية المحلية** لتواكب متطلبات التنمية الاقتصادية بحيث تكون أداة فعالة لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو فرص الاستثمار الداخلية.

٢- **الربط بين الأسواق المالية العربية ،** والذي يتم على مرحلتين:

(أ) **قيام أسواق مالية محلية ذات شخصية اعتبارية مستقلة**، يتم في كل منها أو بعضها تبادل إصدارات البلد الآخر من الأسهم والسندات ، وذلك في ضوء إجراءات وتشريعات متشابهة ، أو السعي لكي تتضمن هذه التشريعات السماح للمواطنين العرب الذين يتمتعون إلى غير دولة الإصدار بتملك الأوراق المالية فيها.

(ب) **قيام سوق مالية عربية أو إقليمية منفصلة أو مستقلة عن الأسواق الوطنية** على أن تمياً لها البنية الأساسية اللازمة لنجاحها.

وهذا الربط بين الأسواق قد ينشأ تدريجياً ، وربما على مستوى بعض مجموعات الدول العربية (دول مجلس التعاون الخليجي - دول المغرب العربي -) ليصبح بعد ذلك تواة السوق المالية العربية

الموحدة ، مما يتطلب البدء في تأسيس البورصات أو تنظيم البورصات القائمة عبر تعديل قوانينها لتستوعب العمل المشترك، وعملية الربط بين أسواق المال الخليجية مثل شركات الوساطة القادرة على تحمل مسؤولية العمل المشترك ، ووجود شركات استثمارية صانعة للأسواق .. وهذه كلها عناصر مهمة لبلوغ الهدف المشترك نحو سوق مالي خليجية موحدة .. ويبقى التوجه نحو سوق مالية عربية موحدة أو مترابطة ، على الأقل في المرحلة الأولى ، من القضايا العربية الهامة التي تحتاج إلى تتبع متخصص وممارسة عمله في مجال الأسواق المالية عموماً والبورصات خصوصاً، لما لهذه الأسواق من دور مهم في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال تعبئة الموارد واستخدامها بفاعلية لتوفير المناخ الملائم لإعادة التوازن المالي الداخلي والخارجي ، وفتح المجال أمام رأس المال الأجنبي للتعامل بالأوراق المالية والمحلية وتداولها.

وأن تطوير أسواق المال العربية من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات ينبغي أن يهدف إلى تحقيق درجة عالية من الاستقرار التشريعي والتنظيمي والإداري ومواكبة تقنيات التداول في الأسواق المالية العالمية .. كذلك فإن هذا التطوير يستلزم تكريس نظام التداول مع تطوير جوانبه والتأكيد على الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق كعنصر أساسي لترشيد القرار الاستثماري للمتعاملين ، وضمان حرية السوق والفرص المتكافئة فيها والقضاء على محاولات الغش والتلاعب ، كذلك يتعين التأكيد على عدد من المبادئ منها تعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة ، وتنظيم الوساطة في السوق وإدارة المحافظ ، وتقييم أداء الشركات ، وإدخال نظام المقاصة والتسوية المالية بالإضافة إلى تطوير أنظمة التداول باستخدام الحاسبات الآلية .

كذلك شهدت البورصات العربية خلال السنوات الأخيرة توسعاً في إنشائها وتطويرها وإصلاحها كما شهدت تحسن نسبي من حيث حجم التداول وأدواته ، وارتفاع القيمة السوقية للأسهم ، وعدد الشركات المدرجة ، وسرعة دوران الأسهم وغيرها من مؤشرات السوق . وقد جاءت هذه التطورات نتيجة للإصلاح التنظيمي والتشريعي وتعديلات الأنظمة الضريبية بهدف خلق الحواجز لزيادة نشاط الاستثمار . كما شهدت البورصات استكمال هيكل السوق المساندة كمؤسسات الإيداع والحفظ،

وإدخال مجموعة من التعديلات على نظم التداول الإلكتروني ، وتأكيد الشفافية ونشر المعلومات لتعزيز الثقة بالبورصة وحماية حقوق المستثمرين .. وهكذا ، فإن البورصات العربية سوف تلعب ، بعد تطويرها وإيجاد قنوات الربط بينها ، دوراً هاماً في تشجيع الاستثمارات العربية البينة وانتقال رؤوس الأموال بين البلدان العربية لتحقيق أهداف التنمية المشتركة والتكامل الاقتصادي من خلال استراتيجية اقتصادية تخلق ظروفاً موضوعية لاجتذاب الأموال العربية المغتربة وإعادة توطينها واستثمارها في البلدان العربية بدلاً مما تواجهه من منافسة شديدة وغير متكافئة في السوق المالية الدولية ... وتوضح كل المؤشرات الإقليمية والدولية أنه لا خيار أمام البورصات العربية، مع شيوع ظاهرة العولمة والتحرير المالي، بانفتاحها على بعضها باتجاه إقامة السوق المالية العربية المشتركة ككتل مالي يعتد به في مواجهة التكتلات المالية العملاقة في العالم.

أن المتبع للنشاط الاقتصادي في الدول العربية خلال السنوات القليلة الماضية يلاحظ تحول أسواق المال العربية إلى مراكز جذب مغرية لكل من الاستثمارات الخاصة المحلية ، والاستثمارات الدولية الأجنبية ، ويعزي ذلك إلى مبررات وعوامل موضوعية مترامنة داخلية وخارجية على السواء وأهمها :

(أ) السياسات الليبرالية التي أتبعتها معظم الدول العربية في تعاملها مع التدفقات الاستثمارية المحلية والخارجية التي شملت : برامج إصلاح - تحديث تقنيات عمل الأسواق المالية - تطبيق أنظمة متطورة للتداول والمقاصة .. (ب) تكثيف الجهود لتحقيق مزيد من الترابط بين أسواق المال العربية .. (ج) تدي عائدات الأسهم في الأسواق العالمية مقارنة بمثيلها في أسواق البلدان النامية .. (د) تلاحق الهزات الخطيرة التي تصيب أسواق الدول الصناعية بين الحين والآخر ، وحدث خسائر فادحة لأسهم هذه الأسواق كانت بمثابة ضياع لنسب عالية من قيمة الأسهم.

٣ - وفي ضوء المتطلبات الحالية والمقبلة ، والتحديات التي توجه الدول العربية في إطار مالية الأسواق فقد برزت النقاط التالية :

(أ) أهمية تطوير التشريعات وتحديثها ، وإدخال المرونة عليها بما يؤدي إلى خلق المناخ الملائم للاستثمار، وتمكين الأسواق المالية من التطوير وتبني التقنيات الجديدة.

- (ب) دعم التطور الهيكلي التنظيمي للمؤسسات المالية بما يسمح لها بالخلق والابتكار في توفير الأدوات المالية الجديدة، والابتكرات بما فيها المشتقات المالية المختلفة.
- (ج) تطوير الهياكل المؤسسية للأسواق المالية وخاصة ما يتعلق بالوساطة المالية.
- (د) إيجاد نظام متكامل وموحد للإفصاح المالي على المستوي القطري والإقليمي.
- (هـ) أعداد البرامج التثقيفية اللازمة لنشر الوعي الاستثماري والتأكيد على أهمية توفير المعلومات عن أنشطة الأسواق المالية العربية للمستثمرين العرب في داخل الدول العربية أو خارجها.
- (و) أهمية تكثيف الجهود المبذولة للربط بين الأسواق المالية العربية لتشملها جميعاً.
- (ز) تكثيف جهود التخصيص بما لها من أثر كبير على زيادة حجم وأنشطة الأسواق المالية العربية.

مظاهر وأسباب ضعف الأسواق المالية العربية

- إن مظاهر وأسباب ضعف الأسواق المالية العربية تتعدد تبعاً لاختلاف الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية في كل منها ، ويمكن إجمالها بشكل عام فيما يلي :
- الصغر النسبي لحجم المشروعات في المنطقة العربية وبالتالي سهولة تمويلها من عدد قليل من الأفراد وأصحاب الدخل والثروات الكبيرة.
 - الاعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتي ، وإعادة استثمار الأرباح غير الموزعة ، ويبدو ذلك جلياً في حالة توسع الشركات الناجحة في نشاطاتها ، حيث يفضل كبار المستثمرين الذين قدموا رأس المال الأصلي.
 - خفض نسبة الأرباح الموزعة وتكوين إحتياطيات وإعادة استثمارها في نفس المشروع في المستقبل ، أو زيادة رأس المال.
 - خوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي تضر بالسوق المالية في المدى الطويل ، وخاصة الفرد العادي الذي يخشى من توظيف مدخراته في الأوراق المالية.
 - توظيف بعض المصارف وشركات التأمين والاستثمار لجانب كبير من أموالها في الخارج ، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض مقدار الأموال السائلة التي توجه إلى السوق المالية المحلية.

- غياب الترابط فيما بين أسواق المال العربية من جانب ، وبينها وبين أسواق المال العالمية من جانب آخر ، إضافة إلى افتقارها إلى شبكة كاملة للمعلومات المالية والاستثمارية والاقتصادية ، وغياب شبكات الاتصال الحديثة.

- عدم انتشار الشركات المساهمة التي يتم تمويلها من خلال إصدارات الأسهم والسندات ، والاتجاه نحو الشركات الصغيرة أو المشروعات العائلية.

- سيطرة عدد محدود من كبار المستثمرين على حصص كبيرة من أسهم الشركات القائمة ، واحتفاظهم بها لمدة طويلة ، مما يؤدي إلى ركود تداولها.

- عدم تنوع الأوراق المالية ، وغياب دور الوساطة المالية المتخصصة.

- غياب الفهم العام لمعايير الاستثمار ، وندرة التحليل الاستثماري السليم.

- استمرار وجود قوانين تجارية غير ملائمة ، وعدم توافر إطار قانوني مناسب لتطوير الأسواق المالية.

- تردد السلطات في السماح باستخدام أدوات اقتراض جديدة ، واستمرار اعتماد الشركات على مصادرها الداخلية لتمويل نشاطاتها واستثماراتها التوسعية.

- تركيز المستثمرين على أسهم الشركات التي توزع أرباحاً سنوية مرتفعة غالباً ، وليس على الشركات ذات رأس مال واسع ، واحتمالات النمو الكبيرة.

- ضيق الطاقة الاستيعابية لرؤوس الأموال في البلدان العربية التي أقيمت فيها هذه الأسواق بسبب عدم تطور أساليب الإدارة المالية وصغر حجم الاقتصاديات العربية .

- القيود الكثيرة ، والرقابة المشددة التي تفرضها السلطات النقدية والمالية العربية على تداول الأوراق المالية بين قطر وأخر.

- الاختلاف والتنافس بين السياسات النقدية والمالية العربية ، والقيود على حركة رأس المال وأسعار الفائدة وأسعار الصرف والسياسة الائتمانية المصرفية.

- ضعف التشابك الاقتصادي العربي ، والعمل الاقتصادي العربي المشترك.

- اتجاه الإدخارات نحو الودائع المصرفية ولآجال قصيرة ، مما يصيب معه تحويلها إلى قروض أو أوراق مالية طويلة الأجل ، مما يحد من تكامل الأسواق النقدية.

واقع أسواق المال الخليجية والتحديات التي تواجهها

تميز أسواق المال الخليجية ، شأنها في ذلك شأن الدول النامية عموماً ، بظاهرة هيمنة القطاع المصرفي التجاري الذي يتركز نشاطه بصفة أساسية في التمويل قصير الأجل . بيد أنه خلال السنوات الأخيرة أخذت ظاهرة إصدار الأوراق المالية تكتسب أهمية متزايدة كوسيلة بديلة للتمويل وذلك تمسحياً مع متطلبات عملية التخصيص ولمواجهة تدني مستوي الادخار المحلي وانخفاض حجم التمويل المتاح من المصادر الخارجية.

يمكن القول بأن المناخ الاستثماري و الاقتصادي الخليجي قد شهد تحسناً ملحوظاً خلال الأعوام الأخيرة ، بيد أن هذا التحسن لم يكتمل في كثير من الحالات على النحو المطلوب بسبب قصور الأطر التشريعية والمؤسسية القائمة.

وتعاني أسواق المال الخليجية من قصور عرض المدخرات القابلة للاستثمار ، وهذا يعني وجود طلب تجاري كامن على هذه المدخرات.

ومن ناحية أخرى ، فإن الطلب على هذه المدخرات يرتبط بمدى اتساع الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني والقدرة على توفير مشروعات استثمارية ذات جدوى اقتصادية . وبصفة عامة ، نجد أن معظم هذه الاعتبارات غير متوفرة في الدول الخليجية، هذا بالإضافة إلى افتقار الأسواق المالية الخليجية للعديد من أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة ، بما يؤمن لهذه الأسواق توسعاً وفاعلية وربما يتيح الفرصة أمام المتعاملين للاختيار وفق مصالحهم واتجاهاتهم ومعتقداتهم .

وفيما يلي نلقي الضوء على واقع أسواق المال الخليجية، مع التركيز على أسواق الأوراق المالية.

أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية الخليجية

إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية المؤسسية الكافية يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير أسواق الأوراق المالية الخليجية . ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين وعلى تسهيل المعاملات ، مع اشتراط أن تتسم هذه الأطر بالمرونة الكافية للتكيف مع المتغيرات المستحقة واستيعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار.

هذا ، ولقد قطعت الدول الست أعضاء مجلس التعاون لدول الخليج العربية (سلطنة عمان والبحرين والمملكة العربية السعودية والكويت ودولة الإمارات العربية المتحدة ودولة قطر) أشواطاً سريعة في أقل من عشرين عاماً نحو تطوير أطرها القانونية والتشريعية . وتعد هذه الدول ذات فائض مالي ومفتوحة على الخارج ، بمعنى انه ليس لديها قيود على الصرف أو أية قيود أخرى على تدفقات رؤوس الأموال ، وكلها عوامل تساعد على تطوير أسواق المال .

هذا ، ولقد شهدت أسواق الأوراق المالية في الدول الخليجية تطوراً مستمراً وملحوظاً كقنوات لحشد المدخرات المحلية وتخصيص الموارد المالية لتمويل استثمارات الشركات في القطاعين العام والخاص . بيد أن الوساطة المالية هذه اتخذت في معظم الأحيان شكل أدوات الدين وليس أدوات المساهمة التي غالباً ما تشكل حصة صغيرة من التمويل لكنها تدعم القاعدة الرأسمالية للشركات ومن ثم تنتج مزيداً من الديون ، الأمر الذي أدي إلي تفاقم مديونية الشركات .

استراتيجية لتطوير أسواق رأس المال بالدول الخليجية :

(أ) برامج الإصلاح الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي :

لا يمكن لأي سوق مالية ناشئة أن تحقق نجاحاً دون أن يتوافر لها الاستقرار الاقتصادي والنقدي ، ولذا فمن الأهمية بمكان أن يتم إرسال رسالة واضحة ومشجعة للمدخرين والمستثمرين بأن الدول الخليجية تتهج سياسات مالية ونقدية سليمة ترمي إلي الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتوفير المنلخ الملائم للنشاطات الاستثمارية والتجارية . وتمثل مصداقية السياسات المالية والنقدية حجر الزاوية في تصورات وقرارات المستثمرين من القطاعات الخاصة .

وقد حققت الدول الخليجية تقدماً ملحوظاً من خلال السنوات القليلة الماضية في سعيها لتقليل الاحتلال في موازينها المالية الداخلية والخارجية ، والتوسع في تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي . وإذا أضفنا إلي هذا التقدم ما درج عليه النشاط الاقتصادي بالمنطقة من سمات مميزة لسنوات طويلة مثل انخفاض معدلات التضخم ، وثبات أسعار صرف العملات مقابل الدولار ، ونظم تجارة متحررة ، ودين خارجي منخفض ، ومتوسط دخل الفرد مرتفع نسبياً ، فإن ذلك يجعل دول

مجلس التعاون الخليجي في وضع مميز يساعدها على مواجهة تحديات العولمة ، والتعايش مع التقلبات التي تشهدها سوق النفط العالمية ، ومتابعة سياسات التكيف والتصحيح الاقتصادي.

(ب) توفير المعلومات :

وينبغي توفير المعلومات البيانية والتحليلية الوافية والصادرة في الوقت المناسب حول الأداء الاقتصادي ، وحول الشركات والأسواق المحلية لتزويد المستثمرين بقاعدة بيانات موثوقة ويعتمد عليها، إذا أن المعلومات المتوفرة لازالت محدودة وتتطلب المزيد من الشفافية ، وفي العديد من الحالات تكون المعلومات المطلوبة متوفرة غير أنه يصعب الحصول عليها . وينبغي أيضاً رفع المعايير المحاسبية ومعايير الإفصاح عن البيانات المالية المتبعة بالنسبة للشركات الخليجية لتواكب المعايير العالمية ، وأن يتسم نشر هذه البيانات بصفة دورية كل ستة أشهر إذا تعذر نشرها كل ثلاثة أشهر، فإذا وفرت الشركات المساهمة المزيد من المعلومات ، سيتاح للمستثمرين تقييم أداء نشاطها بدقة أكبر . وقد بدأ العديد من المصارف والشركات الاستثمارية بدول المنطقة بنشر أبحاث وتحليلات حول الشركات المدرجة بأسواق الأسهم الخليجية.

(ج) الإطار التشريعي والتنظيمي :

ومن ضمن العوامل التي تعوق التدفقات الاستثمارية بالمنطقة الافتقار إلى القوانين واللوائح الاستثمارية الواضحة ، والتشريعات الخاصة بتسوية المنازعات. كما يلاحظ عدم وجود جهة تنظيمية مستقلة تتمتع بصلاحيات وافية مثل (هيئة الأوراق المالية والبورصة) بالولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الدول ، تمكنها من وضع معايير أسس لإفصاح الشركات عن بياناتها المالية وتنظيم أعمال السوق الأولية ، بل تفتقر الأسواق المالية بالمنطقة لوجود معايير أساسية تضبط وتنظم ممارساتها وتضمن عدم السماح بأي تلاعب أو تحديد مسبق لتوجهات الأسعار .

وفي بعض أسواق الأسهم تتم ممارسات غير منصفة مثل التداول عن طريق الاستفادة من المعلومات من الداخل عن الشركة وغير متوفرة لعامة المستثمرين والتي غالباً ما يحصل عليها المطلعون على الأوضاع المالية للشركة بحكم مناصبهم (مثل الإداريين والتنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة) وتمنع

التشريعات الخليجية مثل هذه الممارسات ألا أن آلية الرقابة والتنفيذ هنا أقل فعالية عنها في أسواق الأسهم في العديد من الدول الأخرى.

ومن أهم البنود اللازمة لتطوير أسواق رأس المال الترتيبات الفعالة لعمليات المحالصة والتسوية ، وينبغي على الدول الخليجية أن تأخذ بالنظم التي توفر سهولة هذه العمليات لتنشيط وتيسر حركة التداول بأسواق الأسهم في المنطقة .

وبخلاف سوق الأسهم بالبحرين ، لا توجد في دول المنطقة الأخرى مؤسسات تعمل كصانعة أسواق وتكون مستعدة في أي وقت لأن تبيع وتشتري الأسهم المعروضة إذا لم يتوفر لها المستثمر المطلوب ، وهذا النشاط يعتبر ذا أهمية بالغة إذا أنه يحسن من فاعلية أداء السوق ويوفر السيولة المطلوبة. (د)رفع مستوى السيولة بالأسواق الخليجية :

يتوقف عمق الأسواق المالية على حجم الأسهم المتداولة وأعداد المشترين والبائعين النشطين بالسوق . ومقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى فإن أسواق الأسهم الخليجية لا تزال تفتقر إلى العمق والتنوع ، إذا أن حجم التعاملات في الأسهم ما زال محدودا ولا يشكل عدد الأسهم التي يتم تداولها بدول المنطقة سوي نسبة ضئيلة من إجمالي عدد الأسهم المدرجة ببورصاتها.

وإذا أقدمت حكومات الدول الخليجية على بيع بعض الأصول التي تعود ملكيتها للدولة فان هذه الخطوة سترفع عدد الشركات المدرجة بالبورصات الخليجية وتزيد من حجم التداول مما يضيف لعمق أسواق الأسهم وتوفير السيولة بها . وينبغي التركيز على تخصيص أكبر قدر ممكن من الشركات التي تعود ملكيتها للدولة ، ويمكن أن تشمل عمليات التخصيص شركات في قطاعات النقل الجوي ووسائل النقل الأخرى، وشركات الاتصال والمرافق العامة، والشركات الزراعية مما سيجعل قادراً أكبر من الخيارات المتنوعة أمام المستثمرين . وما زالت غالبية الأعمال التجارية والصناعية في دول الخليج تتميز بتفضيل رجال الأعمال الخليجيين إدارة أعمالهم كمنشآت عائلية خاصة وليس كشركات مساهمة، وكما حدث في المناطق الأخرى من العالم ، فإن هذه الشركات ستصبح مع مرور الزمن شركات مساهمة عامة مع احتمال أن تحتفظ العائلة المؤسسة بحصة منها . وسوف يفضي هذا التوجه إلى أن يتوفر عدد أكبر من الشركات التي يمكن أن تدرج في أسواق الأسهم الخليجية متيحة فرصاً أكبر أمام

المستثمرين ، ومؤدية لزيادة كمية ونوعية الأسهم المعروضة في السوق ، علاوة على إفساح المجال للمساهمين من العائلة المؤسسة لتسييل بعض موجوداتهم ، وجعل الإدارة في أيدي أناس محترفين .
ولاعطاء المزيد من العمق لأسواق الأسهم الخليجية يتعين ترويج فكرة فتح هذه الأسواق أولاً أمام الأجناب في المنطقة مما يتيح التوظيف المحلي لنحو ٢٥ ملياراً يتم تحويلها سنوياً بواسطة هؤلاء إلى بلدانهم ، وتأتي الخطوة التالية بفتح هذه الأسواق بصورة تدريجية أمام المستثمرين الدوليين الذين تجعلهم خيرا لهم في الأسواق الدولية يطالبون بتوفير التحليلات الوافية للأسهم والشركات المساهمة ، وهذا سيصب من جهة التطوير المنشود لأسواق الأسهم المحلية .

(هـ) تطوير أسواق السندات الخليجية :

من العوامل المهمة التي تشجع المستثمرين للاكتتاب في السندات والمشاركة في نشاطات أسواق السندات بمنطقة الخليج حصول الشركات المصدرة للسندات على تصنيف ائتماني من مؤسسات موثوقة . فالأفراد والمؤسسات من المستثمرين سوف يحجمون عن الاستثمار في الأوراق المالية التي تعود لشركات غير مصنفة سواء كانت خليجية أو أجنبية . وقد باشر عدد من وكالات التصنيف العالمية بأجراء التحليل الائتماني الدوري للشركات والدول الخليجية لتزويد المستثمرين بمعلومات موثوقة وحديثة عن تلك الشركات .

ومن ضمن العناصر الأساسية التي تساعد على تطوير أسواق السندات الخليجية ضمان أن يتم إصدار وتداول السندات بالأسعار التي تحددها السوق وأن لا تكون هناك إجراءات تميزه من قبل السياسات الحكومية أو النظم التشريعية التي تعوق نمو هذه الأسواق ، ويستلزم تحقيق هذا الأمر أدرج كافة السندات المصدرة في البورصة لضمان توفير الشفافية لأسواق أدوات المديونية . وقد ظل الأدرج في البورصات يعتبر دوماً مطلباً ضرورياً لتوسيع قاعدة المستثمرين وخصوصاً بالنسبة للمؤسسات التي تمنعها قوانينها الداخلية من حيازة الأوراق المالية غير المدرجة بالبورصات . ولا بد أيضاً من إعادة النظر في القوانين المنظمة لعملية الإفلاس والتي تجعل السندات أكثر تكلفة من الأسهم . وإذا أقدمت الحكومات على التأكيد لحائزي السندات بأنهم سيستردون جزءاً من أموالهم إذا أفلست الشركة المصدرة ، فإنها ستسهم في زيادة الطلب على السندات التي تصدرها الشركات . كذلك يجب أن توفر

الحكومات الأطر التشريعية الواضحة والمحددة لإصدار السندات والأسواق المستجدة لإدارة مشروعات العمليات الآجلة وخيارات الشراء وغيرها من الأوراق المالية المستمدة منها والتي تكون هناك حاجة إليها لجعل السندات الجديدة أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين . ويسود حالياً إقرار متزايد في الدول الخليجية بضرورة تطبيق قدر أكبر من الانضباط المالي من أجل تقليل الاعتماد على إيرادات النفط المتقلبة ، ووضع حد لتزايد حجم الدين الداخلي ، وتأمين الاستقرار الاقتصادي ، وترسيخ الثقة في النظام المالي.

وتتطلب استراتيجية النمو من حكومات دول الخليج أن تلعب دور المحفز لمشاركة أكبر من جانب القطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية ، وذلك عن طريق تأمين البيئة الاقتصادية العامة التي تتسم بالاستقرار وهيئة الأطر القانونية والهيكلية والتنظيمية الملائمة ، وبمعنى آخر ، إعادة هيكلة الاقتصاديات الخليجية من اقتصاديات يعتمد نموها على مبادرات القطاع العام إلى نمو يكون فيه زمام المبادرة بيد القطاع الخاص.

ويجب على حكومات الدول الخليجية أن تستمر في اتباع ما انتهجته من خطط واستراتيجيات للتكيف الهيكلي والإصلاح الاقتصادي بغض النظر عن التطورات التي تطرأ في مجال أسعار النفط.

٤ _ عقبات التطوير والربط بين بورصات الأوراق المالية العربية

يمكن تصنيف هذه العقبات لثلاثة مجموعات : عقبات تتعلق باقتصاديات الدول العربية _عُـقـبـلـت تتعلق بالأسواق المالية العربية _ عقبات تتعلق ببورصات الأوراق المالية العربية .. وفيما يلي توضيح لهذه العقبات :

أولاً : العقبات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية :

من المعلوم أنه لا يمكن تطوير أو ربط الأسواق المالية العربية بمعزل عن التطورات والأوضاع الاقتصادية لهذه الدول. وفي ضوء ذلك فإن ضعف الترابط بين هذه الأسواق يعزى بالضرورة للخلل الهيكلي في اقتصاديات الدول العربية مع التباين الواضح في هذه الاقتصاديات ، وكذلك في السياسات المالية والنقدية التي تنتهجها بالإضافة إلى غياب التنسيق فيما بينها .. ويمكن التمييز بين مجموعتين من الدول العربية وذلك من حيث التطور الاقتصادي (الأولى): وتضم مجموعة الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بوفر مالي يقابله قلة عناصر الإنتاج الأخرى ، وخاصة العناصر البشرية المدربة و (الثانية): وتضم مجموعة الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بقلّة رأس المال ، ووفرة عناصر الإنتاج الأخرى ، وخاصة الأيدي العاملة .. وفي ضوء هذه الحقائق ، فإن السياسات الاقتصادية المتبعة في كلا المجموعتين مختلفة ، لذلك فإن التحدي القائم يقوم على أساس إيجاد انسجام بين مصالح دول الفئات ، وذلك من خلال إيجاد فرص استثمارية مناسبة ، ومصالح الدول العربية الأخرى ذات الإمكانيات التنموية والبشرية . وإضافة إلى ذلك فإن المبادلات التجارية فيما بين الدول العربية لازالت متدنية حيث لازالت في حدود ٨% ، الأمر الذي يتطلب بذل مزيد من الجهود لتعزيز وتنشيط التجارة العربية البينة . أن هذه الاختلافات بالإضافة إلى التباين في معدلات الإدخار وما ينجم عن ذلك من اختلافات في الهياكل الاقتصادية العربية ومستويات الرفاه الاقتصادي تؤثر في السياسات الاقتصادية التي تنتهجها الدول العربية بما في ذلك السياسات النقدية والمالية ، مما ينعكس سلباً على إمكانيات تكامل أسواق رأس المال والبورصات العربية.

ثانياً : العقبات المتعلقة بالأسواق المالية العربية

تعاني أسواق رأس المال في الدول العربية من نقاط ضعف متعددة تحول دون تطور هذه الأسواق ، وبالتالي إمكانيات تعاملها وربطها ببعضها ، حيث لا يمكن عزل موضوع تطوير أسواق رأس المال عن الأوضاع الاقتصادية والسياسية المتنعة خاصة فيما يتعلق بعدم توافر إمكانية تحويل الفوائض المالية العربية والموظفة غالباً في شكل ودائع مصرفية في البنوك الأجنبية إلى قروض عربية طويلة الأجل ، وذلك من خلال العمل المصرفي العربي الدولي ، سواء كان ذلك من داخل الوطن العربي أو من خارجه وذلك بسبب إغلاق أسواق رأس مال الدول العربية المستوردة لرأس المال من الداخل إلى الخارج نتيجة قلّة الموارد المالية من العملات الأجنبية بالرغم من انفتاح دول الفائض المالي لتدفقات رأس المال إلى ختلج أسواقها المحلية .. وقد شهدت السنوات الأخيرة محاولات حادة ومخلصة من قبل الدول العربية المستوردة لرأس المال لتذليل معوقات الاستثمار ، وهئية الأوضاع والظروف المناسبة لجذب المزيد من الاستثمارات الخارجية .

ثالثاً : العقبات المتعلقة ببورصات الأوراق المالية

١ _ المعوقات التنظيمية .. ويمكن تلخيص أهم هذه المعوقات:

- (أ) تباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها ، إذا يلاحظ بأن بعضها لازالت في بداياتها في حين هناك مجموعة من الأسواق العربية قد أسست منذ بداية القرن الماضي .
- (ب) عدم وجود أسواق أوراق مالية منظمة لدي عدد من الدول العربية ، فعلى الرغم من توفير الأدوات المالية لدي عدد من الدول العربية إلا أن هذه الدول لازالت تفتقر إلى وجود سوق منظمة للأسواق المالية، كما هو الحال لدى بعض دول مجلس التعاون الخليجي والدول العربية التي كانت تعطي دوراً كبيراً للقطاع العام.
- (ج) عدم تنوع الأدوات المالية العربية حيث تكاد الأسهم تكون الأداة الوحيدة التي تتوفر لدي أسواق الأوراق المالية .

(د) وجود عقبات تشريعية تحول دون إمكانيات الربط بين البورصات العربية حيث لا تسمح التشريعات التي تحكم عمل البورصات العربية إمكانيات الربط بين هذه البورصات كالأدراج المشترك للأسهم بين هذه البورصات على سبيل المثال.

٢- المعوقات التشريعية .. وتمثل في قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية _ قصور التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة (أسهم عادية ، وسندات) _ افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول الإفصاح المالي عن أوضاع الشركات المساهمة ، وحماية حقوق صغار المستثمرين _ وجود بعض القواعد والنظم الخاصة بالأدراج والتداول في كل بورصة عربية لاتلائم مع مثلتها من قواعد ونظم في البورصات العربية الأخرى _ وجود القواعد والأسس الخاصة بتنظيم ومتابعة شئون الشركات المساهمة العامة ضمن قوانين الشركات التجارية في معظم البلدان العربية .

٣- المعوقات الهيكلية .. وأبرزها : عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عمليات التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط _ عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل _ تأخر برامج التخصيص في البلدان العربية _ عدم توافر المعلومات المجمععة عن البورصات العربية ، ومحدودية الأجهزة التي تقوم بتجميعها وتوزيعها _ قصور دور شركات الوساطة على الأسواق المحلية.

٤- محدودية العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية .. تعاني الأسواق المالية العربية العديد من المعوقات في جانبي العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية . ففي جانب العرض يلاحظ بأن الأسواق المالية العربية تعاني من عدم تنوع عرض الأدوات الاستثمارية ، ويرجع ذلك إلي أن الأسواق العربية تتصف بسيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة الأمر الذي يعني استحواد مؤسسي الشركات على الجزء الأكبر من الإصدارات ، وبالتالي ينعكس ذلك على ضيق قاعدة المساهمين . كما أن تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات لا يسمح بطرح الأسهم للاكتتاب العام مما يؤثر على عرض الأوراق المالية، كما ويؤثر أيضاً على انخفاض عرض الأوراق المالية عدم استخدام الطرق الحديثة في

الاكتتاب و الاعتماد على الاتصالات المباشرة للبنوك وذلك لعدم وجود شركات التغطية للقيام بهذه المهمة . أما من ناحية الطلب ، فإن قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية يرجع بالدرجة الأولى إلى انخفاض معدل الدخل الفردي والادخار الفردي، بالإضافة إلى منافسة الحكومة ومؤسساتها وسيطرتها على ملكية الشركات في عدد من الأسواق المالية العربية . إضافة إلى ذلك فإن الانخفاض في الطلب على الأوراق المالية يرجع إلى انخفاض العائد المالي على هذا النوع من الاستثمار بالمقارنة بوسائل الاستثمار الأخرى وخاصة العقارات وعوامل تفضيل السيولة في الاستثمارات القصيرة الأجل ، فضلاً عن قيام مؤسسات التمويل المشتركة في تمويل المشروعات الاستثمارية برؤوس أموال أجنبية وعربية دون اللجوء إلى أسواق رأس المال . كما أن المضاربات التي تشهدها أسواق الأوراق المالية خلال بعض الفترات ، كتحربة سوق المناخ بالكويت ، أدت إلى زعزعة ثقة المستثمرين بأسواق الأوراق المالية.

٥ _ معوقات آلية عمل البورصات العربية ..وتتمثل هذه المعوقات في ضعف أو قلة المؤسسات المالية التي تشكل الإطار المؤسسي الذي تعمل من خلاله البورصات العربية ومن أهمها:
(أ) قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

(ب)انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق التي تضطلع بمهمة تحقيق توازن منتظم ومستمر بين عرض الأوراق المالية والطلب عليها .

(ج)عدم كفاءة وقدرة السماسرة في إعطاء المشورة للمستثمرين الراغبين في شراء الأوراق المالية وعدم إلمامهم بمهنة السمسرة وفن التعامل بالأوراق المالية .

(د)عدم توافر الوعي الاستثماري بين المتعاملين مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في الأسواق المالية ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري .

(هـ)قلة أعداد الشركات المساهمة التي يقوم عليها السوق المالي مما يؤدي إلى محدودية العرض ، وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية في معظم هذه الأسواق بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة . كذلك حيلزة الحكومات العربية لنسب كبيرة من أسهم الشركات المساهمة وحرمان السوق المالية منها .

(و)قصور مهنة تدقيق الحسابات وضعف الإفصاح المالي عن المعلومات المالية للشركات .

(ز) ضعف شبكة الاتصالات بين الدول العربية وذلك بسبب تفاوت مستوي تطور البورصات العربية من الناحية الفنية.

وهكذا يبدو واضحاً أن الأسواق المالية والنقدية في الدول العربية مازالت تعاني من القصور إلى جانب محدودية قنوات الاتصال فيما بينها ، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب أهمها :

-قلة أعداد الشركات المساهمة التي يقوم عليها السوق المالي

-قصور الأطر القانونية المنظمة للأسواق المالية وتداول الأوراق المالية ، مما يحد من سيولة الأوراق المالية وإقبال المستثمرين على اقتنائها .

-محدودية العرض وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية في معظم هذه الأسواق مما يتناسب مع احتياجات المتعاملين فيها بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة ، ويعزي ذلك إلى سيطرة بعض الجهات على نسب عالية من أسهم الشركات وعدم طرحها للاكتتاب العام.

-ضآلة الطلب على الأوراق المالية لأسباب عديدة منها : انخفاض العائد الصافي على هذه الأوراق نسبة إلى أسعار الفوائد لدى المصارف التجارية أو الأرباح الناتجة عن الاستثمارات الأخرى البديلة.

-ندرة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية ، وترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

-غياب دور مؤسسات (صناعة الأسواق) لضمان توافر الاستعداد لبيع وشراء أوراق مالية محددة في كل الأوقات ، الأمر الذي يعتبر مكملاً وحافزاً لنشاط الأسواق الثانوية .

-ضعف الوعي الاستثماري ، أو قصور الجهود المبذولة لتطويره ، مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في الأسواق المالية ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري .

-قصور مهنة تدقيق الحسابات والرقابة في معظم الدول العربية أو ضعف الإفصاح المالي عن المعلومات المالية للشركات ونشرها وتحليلها بالسبل الكفيلة بث الثقة وتحقيق العدالة بين المتعاملين .

-وجود قيود تشريعية على تبادل تسجيل وتداول الأوراق المالية بين الأسواق المالية العربية .

-قلة انفتاح أسواق الدول المصدرة لرأس المال من الخارج إلى الداخل ، مع ضيق منافذ الاستثمار فيها مقارنة بالموارد المالية المتوفرة لديها .

-انغلاق أسواق الدول المستوردة لرأس المال من الداخل إلى الخارج ، مع افتقارها إلى الموارد المالية من العملات الأجنبية وحرصها على توطين ما هو موجود بالداخل .

-عدم استفادة الدول العربية المستوردة لرأس المال من الفوائض المتوفرة لدى الدول العربية المصدرة لرأس المال ، رغم تقابل انفتاح أسواق الأولي من الخارج إلى الداخل مع انفتاح أسواق الثانية من الداخل إلى الخارج وذلك لسببين : (١)المنافسة القوية التي تفرضها الأسواق المالية الدولية والتي تتسم بدورها بالأتساع والعمق وارتفاع العائد . (٢)محدودية تأثير الحوافز التي تقدمها أسواق الدول العربية المستوردة لرؤوس الأموال .

إمكانيات ومتطلبات الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية:

أولا : إمكانيات الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية وآليات تحقيق ذلك:

يرجع اهتمام الدول العربية لتحقيق درجة من التكامل في المجال المالي إلى بداية الخمسينات حيث تم توقيع اتفاقية تسوية المعاملات الحارية وانتقال رؤوس الأموال في عام ١٩٥٣ ، كذلك اتفاقية استثمار رؤوس الأموال العربية وانتقالها بين البلدان العربية عام ١٩٧٠ والتي تهدف إلى دعوة الأقطار المصدرة لرأس المال ليدل جهدها نحو تشجيع الاستثمارات في البلدان العربية . وهدف تأمين المستثمر العربي وتعويضه عن الخسائر التجارية وغير التجارية ، فقد تم التوقيع على اتفاقية المؤسسة العربية لضمان الاستثمار عام ١٩٧٠ . إضافة إلى ما تقدم ، فقد تم في عام ١٩٧٤ التوقيع على اتفاقية تسوية منازعات الاستثمار بهدف حل النزاعات القانونية التي تحدث مباشرة بين الجهة المضيضة والجهة المستثمرة، وذلك ضماناً لإيجاد المناخ الملائم لتنمية الاستثمارات العربية ... وفي إطار الجهود لتوفير التعاون المالي ، فقد صادقت القمة العربية الحادية عشرة في عمان عام ١٩٨٠ على الاتفاقية الموحدة لاستثمار رؤوس الأموال العربية في الدول العربية .

كما أدركت الدول العربية منذ تزايد الفوائض المالية العربية بعد أزمة النفط أهمية قيام الأسواق المالية والنقدية العربية . وتمشياً مع هذا الهدف ، فقد أقر المجلس الاقتصادي العربي في الدورة الثانية والعشرون عام ١٩٧٦ الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق المالية والنقدية العربية

وتكليف محافظي البنوك المركزية بالنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق . وقد استمرت جهود الأمانة العامة للجامعة العربية وصندوق النقد العربي في إعداد الدراسات الشاملة لتطوير الأسواق المالية العربية إلا أن الواقع العربي لم يشهد تطبيقاً للتوصيات التي خلصت إليها تلك الدراسات.

ومن المهم في هذا المجال أن تتوافر آليات مناسبة للسعي نحو تطوير وربط وتنسيق الأسواق العربية للأوراق المالية وأن الجهة التي يمكن أن تأخذ على عاتقها تطوير الأسواق المالية العربية والربط فيما بينها هي صندوق النقد العربي ، حيث نصت إتفاقية التي تم التوقيع عليها عام ١٩٧٦ بأن من أهداف الصندوق تطوير الأسواق المالية العربية . ولتحقيق هذا الهدف ، وضع الصندوق عام ١٩٨١ استراتيجية لمدة ثلاث سنوات لتطوير الأسواق المالية العربية . وتضمنت هذه الاستراتيجية تقديم المعونة الفنية ودعم الأسواق المالية العربية تمهيداً لقيام سوق إقليمية عربية للأوراق المالية .

ومنذ استراتيجية تطوير الأسواق المالية العربية والصندوق يبذل جهوده في هذا المضمار ، فقد عقدت ندوة عام ١٩٨٤ حول أسواق رأس المال في الدول العربية التي أكدت على أهمية تطوير الأسواق المالية العربية كخطوة أولية وأساسية لتطوير سوق مالية عربية ، كما عمل الصندوق دراسات متخصصة حول إمكانية تداول أسهم الشركات الخليجية المشتركة في دول مجلس التعاون الخليجي . وفي عام ١٩٨٧ بدأ الصندوق بتنفيذ المخطط الكلي الشامل لتطوير الأسواق المالية وتوثيق الربط فيما بينها على الأمد الطويل . وتقوم استراتيجية تطوير وربط الأسواق المالية العربية على أساس تطوير كل الأسواق المالية العربية لكل بلد على حدة ، كذلك التقريب التدريجي بين الأسواق المالية العربية من خلال تبادل الإصدارات من الأسهم والسندات لتهيئة الظروف المناسبة فيما بعد للربط بين الأسواق المالية العربية.. ومن أجل ذلك ، فقد تبني صندوق النقد العربي برنامجاً لعمله يتكون من العناصر التالية :

١- إجراء مسح ميدانية للأسواق المالية العربية للتعرف على أوضاع تلك الأسواق للخروج بتوصيات عملية محددة للتطوير والتنسيق ، حيث قام الصندوق بإجراء مثل هذه المسوحات في عدة دول عربية.

٢- إنشاء قاعدة بيانات حول نشاط الأسواق المالية العربية ، لتمكين الصندوق من تحديث معلوماته باستمرار وبشكل منتظم عن أوضاعها ، ثم القيام بالدراسات الدولية لتحليل تلك الأوضاع ونشر

المعلومات لدعم الوعي الاستثماري في البلاد العربية ..ومما يذكر بأنه قد تم الاتفاق بين الصندوق ومؤسسة التمويل الدولية للتعاون المشترك على إنشاء نظام قاعدة البيانات للأسواق المالية العربية بمقر الصندوق في مدينة أبو ظبي ، وذلك على غرار نظام القاعدة المعمول به لدى المؤسسة المذكورة لبعض الأسواق المالية الناشئة . وسوف يمكن هذا المشروع الصندوق من نشر بيانات الأسواق المالية العربية بصفة دورية على المستويين العربي والعالمي .

٣- تقديم المعونة الفنية وفقاً لاحتياجات الأسواق المالية المختلفة ، حيث تركز استراتيجية المعونة التي يعتمدها الصندوق تقديمها للدول العربية الأعضاء على :

(أ)تنسيق وتوحيد الأنظمة المعمول بها في الأسواق المالية القائمة حالياً بالدول العربية وتطوير أعمالها ورفع كفاءة أدائها في القيام بدور الوساطة المالية المحلية وذلك بالتعاون مع الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية .

(ب)مساعدة الدول الأعضاء التي تفتقر إلى أجهزة الوساطة المالية المناسبة علي إنشائها وتطويرها لتواكب متطلبات التنمية الاقتصادية المحلية من جهة ، والتكامل المالي والاقتصادي العربي المستهدف من جهة أخرى .

(ج)إيجاد قنوات للاتصال بين الأسواق المالية العربية ، بحيث يمكن أن يتم في بعضها على الأقل تبادل إصدارات البلد الأخر من الأسهم والسندات في ظل قوانين وإجراءات متناسقة مع تلك التي تحكم الأسواق الأخرى .

(د)تطوير أدوات الاستثمار المعروضة بالأسواق المالية العربية وتنويعها، وتطوير جانبي العرض والطلب على تلك الأدوات ، هذا فضلاً عن تطوير الأنظمة القانونية لضمان انسياب رؤوس الأموال بين الدول العربية .

ونذكر أن صندوق النقد العربي ، من منطلق إدراكه لأهمية ومحورية دور الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية ، ومن أجل تطوير أسواق المال العربية ، فقد باشر الصندوق ما يلي :

(أ)تنفيذ برامج عمل متوسط المدى يهدف إلي استحداث وتوفير الأدوات والآليات اللازمة لتطوير تلك الأسواق، وممهيد الربط فيما بينها ... ولذلك أنشأ الصندوق قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية لجمع

المعلومات والإحصاءات الموثوقة عن نشاط تلك الأسواق ، وإعداد مؤشرات أدائها ، ونشرها بصفة دورية منتظمة بهدف تنمية الوعي الاستثماري في هذه الأسواق وتفعيل دورها التنموي في الاقتصاد ، وتمكين المستثمرين فيها من اتخاذ القرار السليم والرشيد.

(ب) المساهمة في إنشاء شركة تقييم الملاءة الائتمانية في الدول العربية في نوفمبر ١٩٩٦ بالتعاون مع الوكالات الأوروبية للتصنيف الائتماني (إيبكا) ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي ، وأسست الشركة فرعاً في تونس (شركة المغرب للتقييم) واستكملت إجراءات تأسيس ثاني شركة تابعة لها في مصر (شركة النيل لتقييم وتصنيف الأوراق المالية) . وتعد هذه الشركة بمثابة ألية لتوفير نظام موحد لتقييم وتصنيف الجهات المصدرة للأوراق المالية في الأسواق العربية وأدوات الدين الصادرة عنها ، مما يسمح بالمقارنة بينها على أسس موضوعية .

(ج) إجراء دراسة جدوى مشروع لإنشاء نظام للمقاصة وتسوية المدفوعات في الأسواق المالية العربية ، حيث يمثل غياب هذه الآلية أحد العوامل المؤدية إلي بطء وتأخر تصريف المعاملات في تلك الأسواق ، وبالتالي إحدى عقبات تنميتها وسرعة تطورها .

إن القيام بمثل هذه المهام يقتضي من الصندوق أن يركز خلال الأعوام القليلة القادمة على تنسيق الجهود العربية المختلفة ، والتعاون على رصد وتجميع الخبرات الضرورية لتطوير الأسواق المالية العربية ، بما في ذلك متابعة التقنيات الحديثة لتعبئة الادخار ، وطرق الإصدار المتنوعة ، وعمليات التسويق ، وطرق التسوية والتحويلات ، والسبل الحديثة لتنظيم المعلومات وتوصيلها إلي المستثمرين ، وعمليات المحاسبة والتدقيق .

كما يقتضي الأمر أيضاً تقديم هذه الخبرات للدول الأعضاء مع مراعاة انسجامها مع الرؤية المتكاملة لإستراتيجية عمل الصندوق والتي تعتمد على ثلاثة مرتكزات :

- تطوير هياكل الأسواق المالية لكل بلد عربي على حدة مع محاولة جعل القوانين والإجراءات المستخدمة في كل بلد عربي منسجمة ومتوافقة مع بقية البلدان العربية الأخرى ، خصوصاً فيما يتعلق بتشريعات الأسواق وقوانين الشركات وإجراءات المحاسبة والتدقيق وتقارير الأوضاع المالية وغيرها.

-تهيئة الظروف لربط الأسواق المالية بعضها ببعض لتمكين كل بلد من طرح إصداراته في البلاد الأخرى أو بعضها ، مع إعطاء الأحقية للمواطنين العرب من غير الدول المصدرة في مملك وتداول الأوراق المالية للشركات المحلية .

-السعي لإنشاء سوق مالية عربية إقليمية ، مكتملة للأسواق الوطنية تهيأ لها البنية الأساسية اللازمة للتعامل على نطاق الدول العربية.

ولقد ظهرت في الآونة الأخيرة توجهات جادة نحو تطوير أسواق الأوراق المالية العربية لتواكب التطورات الاقتصادية العالمية والنظم المتبعة في نظيراتها بالدول المتقدمة مهيئاً للتوجه نحو إقامة بورصة عربية موحدة بما يسهم في دفع اقتصاديات الدول العربية ، ومن هذه التوجهات والخطوات عقد الاتفاقيات بين هذه الأسواق العربية للأدراج المشترك بينها ، ومن ذلك :

١)الاتفاق الذي عقد في ٢٢/١٢/١٩٩٦ بين ثلاث أسواق عربية للأوراق المالية هي : **مصر والكويت و لبنان** ، والذي بدأ تنفيذه في يناير ١٩٩٧ ، والذي يعد الأول من نوعه لربط أسواقها المالية ، وحيث يعد بمثابة نواة لربط البورصات العربية وخطوة نحو توحيدها ... وأن هذا الاتفاق من شأنه أن يؤدي إلى توسيع نطاق السوق ، ويسمح للمواطنين العرب بشراء أسهم شركات مطروحة للبيع في أي دولة من الدول الثلاث ، مما يزيد حجم الأموال المتداولة في الأوراق المالية المطروحة ... وتبلغ قيمة الأسهم المدرجة في البورصة المصرية : ١,٥ مليار دولار ، والبورصة الكويتية ١,٨ مليار دولار ، والبورصة اللبنانية ٢,٤ مليار دولار وإذا توافرت لدى هذه الأسواق الثلاث عوامل النجاح المأمونة فإنها ستكون بمثابة الدماء التي تضح داخل الجسد الاقتصادي العربي ، وسيتيح الاتفاق أيضاً أمام المستثمرين العرب والأجانب فتح سوق مالية ضخمة ، كما سيبقى الفرصة أمام الشركات لزيادة رأس مالها من خلال مستثمرين جدد ، وبلورة التعاون العربي المشترك إلى واقع ملموس في عدة اتجاهات.

٢)الاتفاقية الثلاثية الموقعة في ٢٥/١٢/١٩٩٦ للأدراج المشترك في أسواق الأوراق المالية في كل من **سلطنة عمان والبحرين والكويت** ، في خطوة تعد مدخلاً لإنشاء سوق مالي خليجي مشترك تعود

على كافة المستثمرين بالفائدة ، خاصة وأن مؤشرات الأسعار لأسهم الشركات المساهمة المتداولة في أسواق البلدان الثلاثة حققت (في إجمالها) مكاسب نسبتها ١٨% خلال عام واحد فقط ... إن هذه الإدراج المشترك بين أسواق هذه الدول الثلاث من شأنه أن يحقق (أ) تقييماً عادلاً للورقة المالية التي ستخضع للتقييم في ثلاث أسواق بدلاً من سوق واحدة ، الأمر الذي سيؤدي إلى المزيد من الشفافية ، وتوسيع دائرة الإفصاح المعلوماتي الذي هو القاعدة الأساسية لأي قرار استثماري سليم ، وأن السعر سيتم الإتفاق حوله بين البائع والمشتري من خلال الآليات المتاحة بالأسواق أخذاً في الاعتبار الفروق بين عملات الدول الثلاث . (ب) السماح بتسييل الورقة المالية في الثلاث أسواق سواء عند طرحها أو عند تداولها . (ج) الترابط المصلحي بين مواطني الدول الثلاث ، حيث سيهتم المواطنون في كل منها بالاستقرار من مختلف جوانبه ، الأمر الذي يعزز الفوائد والمنافع المشتركة ... وقد جاءت الاتفاقية نتيجة لجهود بذلت لتنفيذ قرارات مجلس التعاون الخليجي لتوحيد الاقتصاد الخليجي في اتجاه نحو إنشاء سوق مالية خليجية وعربية موحدة تقاوم التكتلات الاقتصادية العالمية . وتعتبر الاتفاقية بداية لمرحلة التكامل الاقتصادي بين اقتصاديات الدول الخليجية ، وسوف تساهم في أيجاد البنية الأساسية لانصهار اقتصاديات الدول الخليجية ، وإتاحة الفرصة لمواطني دول المجلس للاستفادة بتنمية المصالح المشتركة .

٣) اتفاقية للتعاون المشترك بين بورصتا الأردن والبحرين _ أكتوبر ١٩٩٧ _ وقد سجلت هذه الاتفاقية بين سوق عمان وسوق البحرين للأوراق المالية خطوة هامة على طريق تحقيق التقارب والتنسيق بين البورصات العربية في مجال الاستثمار ، وهي تأتي لكي تساهم في تشجيع الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الأردنية والبحرينية ، وتسهيل إجراءات التعامل لمواطني البلدين في الأوراق المالية لتلك الشركات . ومما يساهم في تعزيز أواصر التعاون الاقتصادي بين البلدين ... وتغطي الاتفاقية عدة جوانب أهمها : الإدراج المشترك للأوراق المالية في كلا البلدين في السوقين الأولية والثانوية _ تعاون الوسطاء في البورصتين _ التفاضل والتسوية _ تبادل المعلومات والإفصاح عنها _ النظر في المنازعات التي تنشأ بين الأطراف المشاركة في الاستثمار .

كذلك وفي نفس الإطار ، عقد مجلس اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية خلال الفترة ٢-١ ديسمبر ١٩٩٧ دورته السابعة عشر في دولة البحرين حيث ناقش العديد من الموضوعات التي

تهدف إلى ترابط وتكافل العمل المالي بأسواق المال العربية وفي مقدمتها مشروع إنشاء مؤسسة عربية خاصة بعمليات التسويات والمقاصة بهدف دعم أداء أسواق المال العربية من حيث توفير الوسيلة الفعالة لتيسير عقد الصفقات بين المتعاملين في الأسواق وتنظيم التدفقات المالية بين أعضاء الاتحاد وغيرهم من الأسواق المالية العالمية.

ولعلنا نتذكر هنا دور الأمانة العامة لجامعة الدول العربية في وضع النظام الأساسي للاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية في ١٩٨٢/١/٣٠ ليكون نظام توجيهي وترشيدي لبورصات الأوراق المالية القائمة في الدول العربية، وفي هذا التاريخ عقد مجلس الاتحاد العربي للبورصات والأوراق المالية وفي إطار جامعة الدول العربية أولى إجتماعاته في تونس، وأقر فيه النظام الأساسي للاتحاد أخذاً في الاعتبار تشجيع إدراج الأوراق المالية العربية وتبادلها في الوطن العربي ، فضلاً عن تشجيع توظيف رؤوس الأموال العربية بما يصب في مجالات التنمية العربية المشتركة .. وتوثيق وتطوير أواصر التعاون والأداء بينها وأبرز كيانها الموحد تحقيقاً للمصالح العربية المشتركة وبغية زيادة فاعلية الدور الذي تقوم به لخدمة التكامل والتنمية الاقتصادية والاجتماعية والعربية المشتركة.

ونوجز فيما يلي آثار اتفاقيات الربط بين البورصات العربية علي العلاقات الاقتصادية العربية :

(١) اجتذاب مستثمرين جدد ومن ثم توسيع القاعدة الاستثمارية الأسواق التي تم ربطها ، كما أدت الاتفاقيات .

(٢) تحرير حركة انتقال رؤوس الأموال الثلاثة وتشجيع الاستثمار المشترك واجتذاب رؤوس الأموال سعياً لتنمية الفرص الاستثمارية المناسبة.

(٣) المساهمة في تطوير العمل بتلك الأسواق من خلال تبادل الخبرات الفنية واستخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة .

(٤) توسيع وتنويع قاعدة الأدوات الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين وأمكانية تطوير المزيد منها بما يتناسب واحتياجات المستثمرين .

(٥) أوجدت هذه الاتفاقية تعاوناً حقيقياً وفعالاً بين شركات الوساطة العربية والعاملة في الأسواق الثلاثة .

(٦) زيادة نشاطها من خلال وجود طلب جديد من قبل المستثمرين في الأسواق الأخرى مما يترتب عليه زيادة مدخولاتهم المالية .

(٧) كما المساهمة في تطوير مهنة الوساطة حتى تتمكن من تلبية احتياجات المستثمرين في الأسواق الأخرى وتوفير المعلومات عن الشركات التي يرغب عملائهم في شراء أسهمها .

(٨) وفرت هذه الاتفاقية مجالاً أوسع للمستثمرين في الأسواق للاختيار بين الفرص الاستثمارية المتاحة مع كفالة حرية تحريك أموالهم بين الأسواق الثلاثة ، وضمان تسوية حقوقهم والتزامهم من خلال شركات المقاصة في الدول الثلاث دون حاجة للانتقال إلى الدولة الأخرى .

(٩) ساعدت على توفير المعلومات والبيانات المالية عن الشركات المدرجة في البورصات الثلاث، كما يتيح للمستثمرين في تلك الأسواق الإطلاع بشكل يومي على بيانات التداول والأسعار .

(١٠) فتح المجال أمام القطاع الخاص في هذه الدول للقيام بدور أكبر في تمويل التنمية الاقتصادية فيها من خلال تكوين شركات مشتركة برؤوس أموال ضخمة تطرح أسهمها في البورصات الثلاثة .

(١١) يمكن اعتبار الاتفاقية الثلاثية الإطار التنظيمي لنواة سوق مالية عربية مشتركة سوف تتعزز باستكمال الجوانب المؤسسية لها لاسيما بإنشاء مؤسسة التقاص وشبكة المعلومات المالية اللتان يجري العمل حالياً على إخراجهما إلى حيز التطبيق.

وقد تضافرت جهود الخبراء العرب في إطار اتحاد البورصات العربية لاعداد مشروع قانون متكامل والبدء باتخاذ الإجراءات القانونية للحصول على الترخيص اللازم لإنشاء مؤسسة التقاص وقد اقترن ذلك بموافقة مجلس النواب اللبناني على مشروع قانون المؤسسة بتاريخ ٢٦/١٠/١٩٩٩ ، وصدر القانون رقم ٣٨ لعام ١٩٩٩ بإنشائها كشركة (مساهمة) لبنانية مقرها بيروت، وحدد اختصاصاتها كما يلي :

-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 والأوراق المالية المختلفة وترويجها والاكتتاب 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 متشابهة لمهامها.
-عمليات إقراض الصكوك والأدوات المالية.

-العمليات الائتمانية بصفة مؤمن لصالح موسسيها ووفقا للقواعد والأسس المحددة في القوانين المرعية.
ونظرا لتشعب هذه الاختصاصات والمهام التي أوكلها القانون لمؤسسة التقاص كان لا بد من
تحديد نشاط المؤسسة في بدايات عملها ولذلك عقد مجلس اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية
اجتماعا استثنائيا بالقاهرة للنظر في الإجراءات التنفيذية لقيام المؤسسة وتحديد رأسمائها ونشاطها
وانتهى إلى القرارات التالية :

١- الموافقة على تأسيس المؤسسة العربية للتقاص برأسمال قدره خمسة ملايين دولار أمريكي كحد
أدنى.

٢- توزيع رأس المال المبدئي (خمسة ملايين دولار) بالتساوي بين الدول العشر الأعضاء في اتحاد
البورصات بواقع نصف مليون دولار لكل عضو ويترك لكل دولة تقسيم الاكتتاب بين مؤسساتها
الأعضاء في الاتحاد و البورصة وشركات المقاصة والحفظ المركزي وشركات الوساطة .

٣- تحدد الفترة الزمنية لتحديد رغبة وحصص كل دولة بالاكتتاب حتى آخر شهر سبتمبر سنة ٢٠٠٠
٤- يحق لكل دولة تنضم للاتحاد مستقبلا في الحصول على عضوية المؤسسة وتحديد مساهمتها بنصف
مليون دولار أسوة بالأعضاء المؤسسين .

أما نشاط المؤسسة في بدايات عملها فقد حددها مجلس الاتحاد في المقاصة والتسوية للعمليات
المشتركة التي تتم بين الأسواق المالية العربية ، والعمل كمرکز إيداع بالنسبة لأسواق الأوراق المالية.
وتسهيل عمليات قيد وتداول أوراق الشركات العربية من خلال إصدار شهادات إيداع عربية تسجل

في البورصات العربية ويجري عليها التداول، وتسجيل عمليات الاكتتاب للشركات العربية في الأسواق المالية العربية .

أما بالنسبة لشبكة المعلومات المالية، فقد تبنى اتحاد البورصات العربية مشروع شبكة المعلومات المالية الذي قام أولاً بين البورصات الخليجية ، ويهدف المشروع إلي ربط البورصات العربية من أجل زيادة فاعلية التداول والتعامل بين هذه البورصات وتنشيط التعاملات المالية بين الأسواق المشاركة، وتوفير قاعدة بيانات حية لجميع المتعاملين في الأسواق مما يزيد من عمقها واتساعها وحذب مستثمرين إليها . ويقوم نظام الشبكة بتوفير خدمة تبادل الأوامر الآلي بين وسطاء البورصات المشاركة بهدف تيسير وتفعيل تبادل الاستثمار بين هذه الأسواق وتوسيع قاعدة التداول بينهم . ويوفر مشروع الشبكة فوائد ومزايا على مستوى البورصة تتمثل فيما يلي :

-الانتشار والامتداد الاقليمي والعالمي لكل بورصة وتوسيع أنشطة الاستثمار فيها وامتدادها إلى كافة الأسواق العربية والعالمية.

-توفير حجم بيانات حية ودقيقة عن جميع أنشطة الاستثمار في كل بورصة مما يتيح لمستولي البورصة دراسة أداء السوق ومقارنته بأسواق عربية أخرى، كما توفر الشبكة معلومات غير مباشرة عن الأسواق تتضمن على سبيل المثال كافة المعلومات المالية عن كل شركة مدرجة .

-سهولة ومرونة مراقبة التداول بين البورصات الأعضاء وتوفير بيانات ومعلومات حديثة وسريعة عن كافة الشركات المدرجة والوسطاء المعتمدين في السوق واتخاذ القرارات السليمة التي تهدف إلى زيادة كفاءة السوق .

-زيادة العمق الاستثماري لكل بورصة، وتوسيع حجم وقاعدة التداول على المستوى المحلي والإقليمي والدولي، وتفعيل التداول المتبادل بين الأسواق المشاركة في المشروع.

-رفع كفاءة مستويات الشفافية والإفصاح في السوق، والحد من عملية انتشار المعلومات الداخلية وتسريب الإشاعات عن أداء الشركات في كافة الأسواق العربية .

- ستوفر الشبكة العربية للمعلومات المالية للوسيط والمستثمر فوائد عديدة وتتيح لهما القدرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على معلومات وتقارير عملية تساهم في رفع درجة الدقة والكفاءة في تلك القرارات فضلاً عن السرعة والسرية.

وبالإضافة إلى ما تقدم ، وفي ضوء متطلبات المرحلة الحالية والمقبلة ، والتحديات التي تواجه الدول العربية ، برزت النقاط التالية :

- أهمية تطوير التشريعات وتحديثها ، وإدخال المرونة عليها بما يؤدي إلى خلق المناخ الملائم للاستثمار ، وتمكين الأسواق المالية العربية من التطور ، وتبني التقنيات الحديثة .

- دعم التطور الهيكلي التنظيمي للمؤسسات المالية بما يسمح لها بالخلق والابتكار في توفير الأدوات المالية الجديدة والمنتجات المالية المختلفة .

- تطوير الهياكل المؤسسية للأسواق المالية وخاصة ما يتعلق بجانب الوساطة المالية ، وضرورة تطوير التشريعات الخاصة بالرقابة .

- إيجاد نظام متكامل وموحد للإفصاح المالي على المستوي القطري والإقليمي ، ودعم جهود شركات تقييم الملاءة الائتمانية في تقييم الدول العربية.

- أعداد البرامج التوجيهية والثقيفية اللازمة لنشر الوعي الاستثماري ، والتأكيد على أهمية توفير المعلومات عن أنشطة الأسواق المالية العربية للمستثمرين العرب في داخل الدول العربية وخارجها .

- أهمية تكثيف الجهود المبذولة للربط ما بين الأسواق المالية العربية لتشملها جميعاً ، وبالتنسيق بين إجراءات التداول المعمول بها وتبسيطها ، ووضع أسس موحدة لتسهيل ذلك الربط.

- الإسراع في جهود التخصيص بما لها من أثر كبير في زيادة حجم و أنشطة الأسواق المالية العربية .

- دعوة الدول العربية التي لم تنضم بعد إلى منظمة التجارة العالمية إلى الإسراع في ذلك استناداً إلى أن تكلفة الانضمام تزداد مع التأخر في ذلك.

- إيجاد البيئة الاقتصادية الملائمة والمتمثلة في وضع اقتصادي كلي مستقر خال من الإختلالات المالية والضعف التضحمية.

ويتطلب تنمية وربط أسواق المال العربية : مزيداً من التجانس التشريعي ، واعتماد مقاييس وشروط موحدة للإعلان عن البيانات المالية ، والاتفاق على تصنيف موحد للسندات والأسهم ، وتبني مقاييس موحدة للمحاسبة والتدقيق ... وتتضح الأهمية النسبية للإفصاح الكافي أو المناسب الواجب توفره حول البيانات المحتواة في القوائم المالية الختامية ونشرات الإصدارات الخاصة بالأوراق المالية كأحد العناصر الهامة في تنشيط وتطوير الأسواق المالية العربية ، حيث سيساهم الإفصاح في تساكيد حرية السوق ، وضمان الفرص المتكاملة فيها والتقليل من محاولات الغش والتلاعب من خلال توفير قدر كافي من المعلومات والبيانات المالية لجمهور المستثمرين حتى يكونوا على بينة واضحة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية .

ثانياً : متطلبات الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية

نوجز فيما يلي الخطوات العملية والسبل المقترحة لربط بورصات الأوراق المالية العربية :

١-تحسين المناخ الاستثماري ... يرتبط تطوير سوق الأوراق المالية ارتباطاً وثيقاً بتحسين المناخ الاستثماري .. وقد أثبتت التجارب العالمية في إنشاء وتطوير الأسواق المالية أهمية هذا الارتباط ، فكلما تعزز مناخ موات للاستثمار كلما ساعد ذلك على هيئة الأوضاع لقيام سوق متطور للأوراق المالية ، وكلما توفر سوق منظم ومتطور للأوراق المالية كلما ساعد ذلك على تحسين وتطوير مناخ الاستثمار... وقد شهدت السنوات الأخيرة تحسناً ملموساً في نظرة الدول العربية المستوردة لرؤوس الأموال نحو الاستثمارات الأجنبية ، خاصة تلك التي كانت ترفض تمليك عوامل الإنتاج المحلية لغير المواطنين ، وتدل المؤشرات الإحصائية على زيادة الانفتاح في المناخ الاستثماري بين الدول العربية الأعضاء داخل التجمعات الإقليمية بما فيها تلك المصدرة لرؤوس الأموال ، وبالتالي قد يشكل هذا التطوير خطوة هامة نحو الانفتاح العام فيما بين تلك التجمعات خلال المرحلة القادمة ... وبذلك فإن تحسين المناخ الاستثماري يدعو إلى إعادة النظر في الكثير من التشريعات الاستثمارية والنقدية والمالية لجعلها أكثر ملائمة لمقتضيات انسياب رؤوس الأموال إلى مواطن الاستثمار ، وإزالة التناقص القائم بينها أحياناً .. كما يتعين العمل على إزالة المعوقات الإدارية التي كثيراً ما تمثل العنصر الأكثر تنفيراً

للمستثمرين ، مع تجنب إصدار القرارات واتخاذ الإجراءات المفاجئة التي تؤثر على حرية تحويل رأس المال وعوائده وذلك للمساعدة على ترسيخ الثقة المتبادلة بين الأطراف المعنية بالاستثمار . كذلك يتعين العمل على إزالة القيود الرقابية على النقد التي تعرقل محاولات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية، كذلك يجب إعادة النظر في التشريعات القائمة في الدول العربية للتقريب بينها وجعلها أكثر ملائمة لتحفيز الاستثمار في مجال المشروعات العربية المشتركة الذي عادة ما يتم بأحجام كبيرة تفوق الطاقة الاستيعابية الخاصة ببلد المقر . ولضمان أتساع الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية لهذه الشركات عبر أكثر من سوق محلية ، يجب تحقيق قدر من التكامل والانسجام بين مختلف السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية العربية .. وأيضاً يمكن لسياسة الخصخصة ، التي تنتهجها معظم البلدان العربية ، أن تؤدي إلى فتح منافذ مغرية وقنوات جاهزة لاجتذاب رؤوس الأموال العربية إلى داخل المنطقة العربية مما يؤدي بالتالي إلى تطور الأسواق المالية العربية .

٢- تنمية المؤسسات المالية العربية ... ويرجع قصور التدفقات المالية الاستثمارية فيما بين الدول العربية إلى حد كبير إلى ضعف أو عدم اكتمال حصر الوساطة المالية الذي لا بد أن تعبره تلك التدفقات وذلك بسبب ضعف المؤسسات المالية العربية وقصورها في تشكيل الإطار المؤسسي المتكامل لسوق المال بكل دولة ، إذا أن نجاح المؤسسات المالية العربية في قيامها بدور الوساطة المالية يقتضي القدرة على التعرف على احتياجات كافة العملاء لتلبية متطلباتهم ، وبالتالي فإنه يتعين على السلطات المالية في الدول العربية التركيز على الأمور التالية:

(أ) تقوية مؤسسات التمويل القائمة ، وذلك من خلال دعم طاقاتها برفع نسب ملاءة رؤوس أموالها ، وتحديث مقدراتها الفنية لتمكين من مواكبة التطورات الحديثة في قطاع المال ، كما أنه لا بد من إعادة رسم استراتيجية مؤسسات التمويل القائمة كي تركز على استكشاف فرص الاستثمار المنتشرة في البلدان العربية ، وكذلك تطوير ودعم العلاقات القائمة فيما بينها .

(ب) إنشاء المؤسسات المكتملة للأجهزة القائمة وفي مقدمتها :

-الأجهزة المتعلقة بشهر المعلومات الاستثمارية وتحليلها سوء على المستوى المحلي أو الإقليمي بين الدول العربية.

-مؤسسات و سطاء التمويل ، وخاصة شركات الاستثمار للربط بين جانبي العرض والطلب على المستوي العربي ، ومنافسة الشركات الأجنبية المتخصصة التي تضطلع بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة .

-شركات صانعة الأسواق للعمل على استمرارية التوازن بين عرض وطلب الأوراق المالية ، وضمان نشاط مستمر في السوق التي تعمل فيها.

(ج) تطوير الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية

لاشك في أن تطوير وتنظيم الأسواق العربية للأوراق المالية هو شرط أساسي وجوهري من أجل ربط وانفتاح هذه الأسواق عربياً نظراً لاختلاف مستويات تنظيم هذه الأسواق وكون البعض منها غير مؤهل للارتباط بغيره من الأسواق لعدم استكمال ما ينظمه من أطر قانونية ومؤسسية، لهذا أصبحت الحاجة ماسة إلي استكمال كافة الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية من خلال مراجعة القوانين والأنظمة المالية لتحقيق أقصى قدر ممكن من توحيد الأنظمة المعمول بها في هذه الأسواق، ومن المهم في هذا الإطار أن تتضمن التشريعات والقوانين الجديدة أحكاماً تساعد على تطوير آليات عمل الأسواق وعلى الربط فيما بينها ، وتشتمل هذه القوانين على ما يلي :

- (١) تشريعات تتعلق بتنظيم مهنة الوساطة في الأوراق المالية.
- (٢) تشريعات تتعلق بتنظيم شركات صانعة الأسواق الثانوية .
- (٣)مراجعة التشريعات القائمة والمتعلقة بكفاءة وتأهيل بيوت السمسة .
- (٤)مراجعة التشريعات المتصلة بشروط إدراج أسهم الشركات في البورصات العربية .
- (٥)تشريعات تتعلق بإقامة صناديق الاستثمار التبادلية .

(د) تطوير وتوحيد نظم المحاسبة والإفصاح المالي

يعتبر موضوع الإفصاح المالي الذي يقدمه مدققو حسابات الشركات روح سوق الأوراق المالية وأساس استمرار نجاحه وتطوره و تدعيم الثقة فيه بما يحق استقطاب جمهور المتعاملين نحو أدواته، حيث أن نشر وتعميم المعلومات والبيانات المحاسبية المتعلقة بالشركات يسهم مساهمة كبيرة في خلق المناخ الاستثماري الملائم لنمو الأسواق المالية .

وانطلاقاً من ذلك ، فإنه لا بد من النهوض بمهنة المحاسبة وتطويرها وهذا يتطلب ما يلي :

(١) معالجة موضوع الإفصاح المالي بطريقة متكاملة وموحدة ، وذلك عن طريق وضع المعايير والمبادئ المحاسبية السليمة والتقليل من التباين في الطرق المستخدمة وتوحيد المفاهيم الأساسية لمهنة المحاسبة .

(٢) ضرورة توفير الكوادر المتخصصة وتدريبها ورفع مستوي كفاءة وخبرة المحاسبين .

(هـ) متطلبات أخرى للربط والتعاون بين البورصات العربية

(١) إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة.. يتطلب التعامل في الأسواق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للاتصالات لتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها . ولعل تشغيل القمر الصناعي العربي يمكن أن يلعب دوراً كبيراً في ربط أسواق الأوراق المالية العربية، كما أن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدي صندوق النقد العربي والاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية ، ويتيح للمستثمر العربي فرصة جيدة لمتابعة استثماراته في هذه الأسواق .

(٢) إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية.. لاشك أن إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية سوف يساعد كثيراً على الربط وانفتاح الأسواق المالية العربية . ويقتصر نشاط هذه الشركة على ما يلي :

(أ) العمل كوسيط مالي للأوراق المالية للشركات العربية المشتركة .

(ب) العمل كوسيط مالي يقوم بترتيب عمليات بيع مباشرة للأوراق المالية الجديدة والأوراق المالية المتداولة .

(ج) تتكفل بضمان تسويق الإصدارات الجديدة .

(د) تقدم الاستشارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية .

صناع السوق في بورصات الأوراق المالية

من هو صانع السوق ، ولماذا صناعة الأسواق ؟

بينما يعتبر الوسيط بالعمولة الأداة التي تقوم بمطابقة أوامر البيع والشراء الصادرة عن المستثمرين ، فإن على صانع السوق القيام بالإعلان عن أسعار البيع والشراء للورقة المالية الواحدة في وقت واحد. ويسمى الفرق بين سعري البيع والشراء (هامش) . وصانع السوق بهذه الوظيفة لا ينتظر أوامر البيع والشراء لمطابقتها حسب رغبات المستثمرين ، ولكنه يلتزم بأسعاره المعلن عنها فيما يتعلق بالأسهم كأسعار قابلة للتنفيذ الفوري إذا طلب منه أحد الوسطاء بالعمولة أو المستثمر ذاته . ولما كان معظم تعامل صناع الأسواق يتم إلكترونياً فإن التنفيذ فيما يتعلق بالأسهم يكون أيضاً بواسطة الكمبيوتر دون حاجة للاتصال المباشر إلا إذا كانت أحجام التعامل المطلوبة تتجاوز الحجم المعروض من قبل صانع السوق بحيث أن صانع السوق لا يعلن فقط عن أسعار البيع والشراء للورق المالية ولكنه أيضاً يحدد الكميات التي يكون مستعداً لشراؤها وبيعها بالأسعار المعلنة .. ومع أن صانع السوق يحتفظ بأوامر للبيع والشراء صادرة عن الوسطاء أو المستثمرين بأسعار محددة سلفاً حسب أنظمة الأسواق المختلفة ، وبالتالي يمكنه مؤاتمة أوامر البيع والشراء المحتفظ بها لديه إذا وصلت الأسعار إلى التطابق المطلوب ، فإن حدوث هذا الأمر ليس ضرورياً ، وبالتالي فإن غياب أوامر البيع والشراء أو البيع المحددة الأسعار سلفاً يفرض على صانع السوق أن يشتري الورقة المالية أو يبيعها لحسابه الخاص ، وأن يتحمل بذلك مخاطر تقلبات الأسعار ، خاصة في ظروف التقلبات العنيفة ، ويعتبر هذه الصفقة طرفاً رئيسياً في العملية .. ومع أن هامش السعر المعروض ، والذي يمثل فرق سعري البيع والشراء ، يشكل نظرياً الربح الذي يتقاضاه صانع السوق ، إلا أن تغير الأسعار المستمر ، حتى في سوق مستقر ، يمكن أن يضيق هامش الربح لديه ، لاسيما في سوق يخضع لقوانين العرض والطلب ، ومؤثرات المنافسة القادمة من صناع سوق آخرين ، أو من وسطاء ومتاجرين في الأسواق .. ومع أن القاعدة التي تحكم صناع السوق هي واحدة في جميع الأسواق ، أي الإعلان عن عروض للبيع والشراء في آن واحد ، إلا أن الأسواق المختلفة تميز بين وظائف صناع السوق حسب ظروف تطور كل منها ، كما أن الضوابط التي تحكم معاملاتهم تختلف

من سوق لأخرى ، وإن كان القاسم المشترك بينها هو التأكد من عدم طغيان مصلحة صناع السوق على مصلحة المستثمرين من خارج السوق .

والأصل في إضافة وظيفة صانع السوق إلى وظيفة الوسيط الوكيل هو إضفاء المزيد من السيولة على الأسواق الثانوية للأوراق المالية خاصة عندما لا تتوفر أوامر شراء وبيع متطابقة ، أو لا تتوفر هذه الأوامر في كل وقت حين يغيب الاهتمام أما بالشراء أو بالبيع ، وتكون مهمة صانعي الأسواق ، بهذا المعنى ، أن يكونوا مستعدين دوماً لشراء وبيع أي ورقة مالية ، كل منهم حسب اختصاصه أو ما تم تخصيصه له من تلك الأوراق بواسطة عروض دائمة في متناول المتعاملين . وإضافة إلى هذه الوظيفة التي تضيف عمقاً مهماً في أي سوق ، إن توافر صناع السوق فيه ، فإن صناع السوق يعملون أيضاً على الاستقرار النسبي لاتجاهات الأسعار ، وإن كان غير مطلوب منهم أن يؤمنوا ثبات الأسعار أو يغيروا اتجاهات الأسواق المحكومة بعوامل العرض والطلب اليومية ، أو يقفوا في مواجهة الأساسيات الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على ارتفاع أو انخفاض الأسعار .. ويساعد صناع الأسواق أيضاً على تدفق المعلومات حول الأسعار واتجاهات الأسواق أمام المستثمرين ، حيث يؤمنوا معلومات مستمرة ومسجلة في كل وقت من أوقات التداول عن عروض البيع والشراء لأي ورقة مالية في الأسواق التي يعملون فيها ، وهو ما يتيح ما يسمى بشفافية المعلومات التي تعتبر رادعاً لأي نوع من الخداع في الأسعار السائدة خلال أوقات التداول .. كذلك فإن توافر العديد من صناع السوق لنفس السهم يتيح منافسة بينهم تؤدي إلى منع الهزات العنيفة في الأسعار وأيضاً تضيق الهوامش بين أسعار البيع والشراء بما يخدم مصالح المستثمرين والمتعاملين من الجمهور .

وإذا كان الهدف الأساسي لصناع السوق هو السعي نحو تحقيق الأرباح كوسيط متاجر بين المستثمرين ، فإنه من أجل تحقيق هذا الهدف عليه أن يقوم بخدمتين رئيسيتين : (١) الاكتشاف الفعّال للسعر (الحقيقي) الذي يعكس نقطة التوازن بين العرض والطلب عند تحديده للسعر في لحظة معينة (٢) تأمين الفورية ، أي تمكين المستثمرين من تنفيذ أوامر البيع والشراء لديهم حسب السعر (الحقيقي) للسوق كما هو معروض من صناع السوق دون حاجة لانتظار طرف مقابل لأمر البيع أو شراء من خلال نظام الوساطة التقليدية .. ومن خلال هاتين الخدمتين ، فإن صانع السوق سوف نتاح له فرصة

استخدام المعلومات المتاحة له عن مؤثرات العرض والطلب ليتاجر أحياناً في اتجاه مضاد لاتجاه المستثمرين ، عندما تتكون لديه القناعة ، بناء على تلك المعلومات ، بأن أسعار البيع المعروضة من المستثمرين هي دون سعر السوق (الحقيقي) أو أن أسعار الشراء المقبولة لهم هي فوق ذلك السعر ، وعندما يكون لقناعة صناع السوق ما يبررها ، فإن فرص تحقيق الأرباح في هذه الحالات تكون كبيرة ، لا سيما حين يستطيع تنفيذ صفقات بأحجام ضخمة .

الشروط والآليات اللازمة لنجاح صناعة الأسواق:

بالرغم من أن نجاح صناع السوق يعتمد على عوامل ذاتية عديدة تتعلق بقدرته على أن يحقق النجاح ، إلا أن شروطاً وآليات موضوعية أخرى يتوجب توفيرها لنجاح صناعة الأسواق ، ولعل أهم هذه الشروط والآليات:

- ١- توافر الضوابط والتعليمات التي تحمي أطراف عملية التداول.
- ٢- هيئة الآليات الضرورية التي تجعل صناعة السوق ممكنة.
- ٣- توفير الحد الأدنى من الممكنة الإلكترونية الضرورية لتدفق وشفافية المعلومات.
- ٤- إتاحة التنافس الصحي لمصلحة جمهور المتعاملين .

الأسواق العربية وصناعة الأسواق

لا بد بعد استعراض التجربة الدولية في صناعة الأسواق من محاولة معرفة مدى الحاجة إليها في الأسواق العربية ومدى القدرة على تطبيقها .

بصورة عامة ، فإن كثيراً من الأسواق العربية تعاني من التقلب الشديد في أحجام التداول ، ونتيجة لذلك في الأسعار ، مما يجعل هذه الأسواق متقلبة المزاج ، إذا صح التعبير ، وغير قادرة على تقديم الطمأننة الكاملة للمستثمر فيها . والتقلب في أحجام التداول يعني غياب السيولة عن هذه الأسواق في أحيان كثيرة ، رغم أن بعض الأسواق ، مثل سوق الأردن ، قد تطور تطوراً معقولاً من خلال نظام الوساطة بالعمولة فقط دون أي انحراف جدي في معايير السيولة فيه ، إلا في ظروف استثنائية . وفي ضوء هذا الواقع فإننا نرى أنه ، من حيث المبدأ ، فإن إضافة وظائف صناع الأسواق إلى الأسواق العربية ، وما يمكن أن يوفره ذلك من تحريك للأسهم الجامدة من خلال آلية صناعة

السوق وما تستلزمه من إقراض واقتراض ، يشكلان حافزاً مالياً لطرفي عملية الإقراض ، تعتبر إضافة لازمة عاجلاً أم آجلاً ، لا سيما وأن معظم الفوائد النقدية للأفراد وللمصارف العربية وللجهات الرسمية يتم توظيفه في الأسواق الدولية ، وأحد أسباب هذا الاتجاه للتوظيف يعود إلى ضعف السيولة والعمق في الأسواق الثانوية للأوراق المالية العربية ، علماً بأن ضعف السيولة هذا يؤثر سلباً على الاستثمار في المشاريع الجديدة على هيئة شركات مساهمة عامة قابلة للإدراج لأغراض التداول في بورصات الأوراق المالية .

ومن هذا المنظر ، ويهدف تهيئة إضافة نوعية للأسواق المالية العربية بدلاً من الإضافات الكمية على شكل وسطاء بالعمولة ، فإننا مع الرأي القائل بضرورة تحقيق هذه النقلة النوعية لأسواقنا إضافة والاهتمام بوظيفة (صناع السوق) .

٥- عوامل تنشيط أسواق المال العربية

وفيما يلي بعض عوامل تنشيط أسواق المال العربية :

-توحيد أسواق المال الثانوية العربية كخطوة أولى ، وفتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين العرب من خلال شراء الأسهم ، أما الخطوة الثانية وتشمل تنظيم سوق رأس المال الأولية ، وفتح الأسواق العربية أمام التكتلات المالية (المصارف _ شركات التأمين _ شركات المساهمة الكبيرة) للمساهمة في الشركات العربية ، بما يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال العربية .

-السماح بفتح فروع للمصارف العربية في جميع الدول العربية ، وتشجيع قيام مؤسسات الاستثمار ، وشركات تطوير السوق الأولية والثانوية التي تتولى الترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة ووضع الضوابط لها .

-إنشاء مركز عربي للمعلومات تكون مهمته تجميع المعلومات والفرص الاستثمارية والوظيفية داخل الدول العربية ، وجعلها في متناول رجال الأعمال والمؤسسات الاقتصادية لاتخاذ القرار الصحيح .

- العمل الجاد على إعداد دراسات جدوى اقتصادية تفصيلية لمشاريع التكامل العربية ، حتى وأن تولت جامعة الدول العربية القيام بهذه الدراسات .

- إصدار أسهم لحامله تمثيلاً مع رغبة بعض المستثمرين الذين يطلبون السرية في معاملاتهم ، ويحصل هد النوع من الأسهم على العائد دون تدخل في الإدارة .

- العمل الجاد على تعميق الوعي الاستثماري ، وبالتالي تعميق أهمية الادخار لدى المواطن العربي .

- وضع نظم عربية موحدة لوقف عمليات المضاربة في الأوراق المالية .

- تطور اقتصاديات الدول العربية ، وتطور القطاع الخاص ، ونمو الشركات المساهمة خصوصاً وقد تراجعت معظم الحكومات عن تملك الأسهم ، كما تشهد منافسة على رؤوس الأموال ، بالإضافة إلى تعدد وتنوع فرص الاستثمار المتاحة فيها .

- ضرورة تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة ، الأمر الذي يتيح فرصاً أكبر للاستثمار وتنفيذ مشاريع جديدة .

- دراسة مشروع إنشاء المؤسسة العربية للتقاص والتسويات بهدف توفير الوسيلة الفعالة لتيسير عقد الصفقات المبرمة بين المتعاملين في الأسواق المالية العربية ، وتوفير الآلية اللازمة لتكامل العمل المالي بأسواق المال العربية والربط بينها .

ويتوقع مدراء الاستثمار أن تشهد أسواق المال العربية خلال الفترة المقبلة فوره استثمارية لا سيما بعد التوجه العالمي الجديد (في إطار اتفاقية الجات وتحرير الخدمات المالية) إذا ما استمرت تلك الأسواق في توفير الاستثمار والعوائد المحزبة ، وأنها سوف تمثل أسواقاً (صاعدة) حيث معدلات النمو مرتفعة على كافة المستويات .. ولذا يتعين بذل المزيد من الجهود الرامية إلى تحقيق التحرر والانفتاح لأسواقنا المالية على الأسواق الخارجية ، والاستعداد لتحويل البورصات العربية إلى بورصات دولية بما يكفل السماح للمستثمرين من الخارج بالتداول في أسهم وسندات الشركات المحلية ، والسماح بطرح أسهم وسندات غير وطنية في البورصات المحلية ، وطرح السندات الوطنية في الأسواق الخارجية ، وضرورة تخفيف القيود على المؤسسات المصرفية والمالية للمساهمة في تأسيس صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير ، وصارف الأعمال والاستثمار .. الخ بالإضافة إلى ضرورة

سعي السلطات العربية المختصة إلى تحسين شروط الإفصاح المالي عن أوضاع الشركات وحركة أسهمها وأسعارها بصورة منتظمة .. فالخطوة الأمثل لجعل الأسواق المالية العربية (أسواق صاعدة) تتمثل في تحقيق المزيد من الانفتاح والتحرر في هذه الأسواق لتواكب عصر الأسواق الصاعدة في هذا العالم المنفتح ، والتحرر من كافة القيود ، بالإضافة إلى الاستمرار في توفير المناخ الاستثماري الذي يعتبر بحق حجر الزاوية لجميع الجهود التي تبذلها دول المنطقة العربية لتمويل مشاريعها التنموية وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية .. وفي هذا الإطار ، فإن تنمية وربط أسواق المال العربية يتطلب مزيداً من التجانس التشريعي ، واعتماد مقاييس وشروط موحدة للإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية ، والاتفاق على تصنيف موحد للأسهم والسندات ، وتبني أسس موحدة للمحاسبة والتدقيق ، وتوفير إجراءات الحماية للمتعاملين والعقوبات للمخالفين ، وغير ذلك مما يمثل الرد المثالي للتحديات التي تواجه الاقتصاد العربي في القرن الواحد والعشرين خاصة ذلك التحدي الناجم عن تحول أسواق رأس المال الدولية إلى سوق عالمية شاملة تحكمها آليات ومعايير موضوعية ، الأمر الذي يضع الأسواق المالية العربية أمام تحديات تكيف ، كما تحمل في الوقت نفسه فرصاً على صعيد تشجيع تدفقات رؤوس الأموال .

وإن تحديد توجه الاقتصاديات العربية في الألفية الثالثة لا بد من أن يأخذ في الاعتبار بعض المعطيات الرئيسية التي من شأنها أن تساعد الدول العربية على زيادة حصانتها ضد عدوي الأزمات المالية التي تعرضت لها كثيراً من الأسواق الناشئة في العقد الماضي .. وإذا حاولنا استخلاص أهم دروس هذه الأزمات ، بالرغم من اختلاف طبيعتها من دولة إلى أخرى ، نجد أن مسببات هذه الأوضاع تبدو متشابهة في جوانب ضعف محددة ينبغي للدول العربية تجنبها أو على الأقل إعطاؤها الاهتمام اللازم ضمن برامجها الإصلاحية :

- الحرص على سلامة السياسات الاقتصادية خاصة على صعيد مالية الحكومة ، والحفاظ على معدلات معقولة في مستويات التضخم والمديونية .
- التأكد من ملاءمة سعر الصرف المتبع.

- ضرورة تجنب الاقتراض المتهور من الخارج وخاصة في شكل قروض قصيرة الأجل لتفادي تفاقم الأوضاع الاقتصادية ، حيث أن الأوضاع في بعض الدول العربية تعري في الاتجاه إلى اقتراض البنوك والمؤسسات من الخارج خاصة في محاولة للاستفادة من الفرق الذي يكون في بعض الحالات كبيراً بين سعر الاقتراض من الخارج وسعر الفائدة على الاقتراض المحلي ، الأمر الذي يستدعي من السلطات المحلية التصدي لمثل هذه الممارسات تجنباً لعواقب سبق لبعض الدول النامية أن عانت منها كثيراً .

- ضرورة تقوية القطاع المالي والمصرفي ، حيث أثبتت أزمات الأسواق الناشئة أن ضعف القطاع المالي والمصرفي كان من أهم أسباب الأزمات التي تعرضت لها تلك الدول . لذا إذا أرادت الدول العربية النجاح في عملية الانفتاح والتكامل مع الأسواق المالية فمن الضروري أن تكون قطاعاً ماليّة وممارساتها المصرفية مهياً لهذا الوضع بما يحصن اقتصاديات الدول العربية ضد حدوث أزمات مالية محتملة . أن إصلاح وتطوير القطاع المالي والمصرفي يمثل حجر الزاوية بالنسبة للإصلاحات الاقتصادية بشكل عام .

- الحاجة إلى مزيد من الشفافية والإفصاح ، وتجنب تضارب المصالح ، والارتقاء بالممارسات المحاسبية المتبعة وإجراءات التدقيق والرقابة الاحترافية بما يعزز مصداقية الاقتصاديات العربية ويساعد السلطات المعنية على التعرف في وقت مبكر على بوادر الأزمات والتحرك لمواجهةها في الوقت المناسب .

وهكذا فإنه ينبغي أن تتضافر الجهود ، وأن يزداد التعاون بين الدول العربية حتى تتوفر لجهودها المشتركة مقومات النجاح في المرحلة المقبلة .

٦- نتائج وتوصيات

١- تشير كل الاتجاهات المستقبلية ، طبقاً للمعطيات المتاحة ، إلى وجود فرص حقيقية لتحويل الأسواق المالية إلى قوة اقتصادية متطورة وفاعلة للدول ضمن الاقتصاد العالمي في ظل الاهتمام الاقتصادي الدولي المتصاعد ، ويتعين الاستفادة من هذه الفرص المستقبلية لمسايرة ركب التحولات الشاملة التي تحتاج العالم ، وتحقيق ذلك رهناً باعتماد المزيد من الإصلاحات الهيكلية الشاملة على الصعيدين الاقتصادي

والمالي ، بما في ذلك تفعيل دور القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية ، وتحرير وتطوير الأسواق المالية ، وتوفير بني قانونية ومالية مناسبة ، ومناخ ملائم لاجتذاب رؤوس الأموال وتعبئة المدخرات الوطنية وغيرها .. ويتعين على الأسواق المالية الأعداد لمواجهة (الثغرة التمويلية) المقبلة لتأمين المبالغ الضرورية اللازمة للإعمار وخطط التنمية وتمويل احتياجات القطاع الخاص بمشاريعه المتنوعة خاصة مع تقلص الموارد النفطية ، وتزايد المنافسة بين الدول على استقطاب الاستثمارات الأجنبية ، وبالتالي فإنه يتعين التوجه إلي مزيد من الابتكار في إدارة التدفقات النقدية والمالية لصالح الاقتصاد الوطني وذلك من خلال مزج البنوك ما بين الإقراض المصرفي التقليدي والتمويل التسموي ، بالإضافة إلي التمويل الذي يستند إلي الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها .

٢- إن تطوير أسواق المال العربية على النطاق المحلي بما يواكب المتغيرات الاقتصادية العالمية يعتبر خطوة هامة تساعد على الانتقال بعد ذلك إلي الربط بين الأسواق العربية مهيئاً لأقامة السوق المالية العربية الموحدة وهو ما يتطلب أيضا اتخاذ مجموعة من الترتيبات على النحو التالي:

-قيام اتحاد البورصات العربية بدراسة ميدانية شاملة لإمكانية خلق سوق مالية عربية تخلص إلي اقتراح مبادئ عامة وموحدة لتضمنها في اتفاقية عربية دولية لتنظيم هذه السوق .

-مبادرة المصارف والمؤسسات المالية العربية الأخرى خلال المرحلة الانتقالية وحتى قيام السوق العربية للأوراق المالية في شكلها المقترح بقبول التعامل في الأوراق العربية المضمونة والترويج لها ، وخاصة تلك التي تصدرها المشروعات العربية المشتركة .

-أن تعمل الدول العربية على تشجيع قيام الشركات المساهمة وتذليل الصعوبات القائمة في سبيل إنشائها ، والعمل على تعديل قوانين الشركات لهذا الغرض بغية إعطاء الصمانات الكافية لصغار المساهمين .

-تأسيس صناديق الاستثمار المشترك على مستوى المنطقة العربية ، لأن قيامها بتعبئة المدخرات من أكبر عدد ممكن من المدخرين واستثمارها في أنواع عديدة من الأوراق المالية يؤدي إلي تقليل المخاطر ، وضمان تدفق الربح المعتدل ، الأمر الذي يغري مستثمرين آخرين بدخول هذا المجال .

- ضرورة التغلب على معوقات الاستثمار ، وإعادة النظر في التشريعات والسياسات والإجراءات لتهيئة المناخ الاستثماري الملائم ، وذلك بتوفير الاستقرار والخدمات والمرافق ، والحوافز ، والمرونة الإدارية ، حتى تساهم هذه العوامل جميعها في جعل الاستثمار عملاً جذاباً من وجهة نظر المستثمرين .

٣- التأكيد على أهمية الترابط بين البورصات العربية وتوسيعها لتشمل أكبر عدد ممكن منها، حيث صار خيار الترابط خيار حتمي في ظل الظروف الحالية التي تمر بها الأسواق المالية والتي أصبحت تشكل تهديداً لواقع البورصات العربية إذا لم يتم تحقيق الترابط والتعاون بشكل أشمل بما يمكنها من مواجهة هذه المتغيرات ويزيد قدرتها التنافسية في ظل وجود تكتلات اقتصادية عالمية قوية.

٤- ضرورة تطوير البنية المؤسسية لأسواق المال العربية ، والتغلب على العقبات التي تواجهها بالتعاون العربي المشترك مما يؤدي إلى دعم الهياكل التنظيمية والمؤسسية للسوق ، وهو ما تستلزمه المنافسة الأجنبية القادمة مع تحرير تجارة الخدمات المالية ، فالأمر يستلزم تأهيل الأسواق المالية العربية لزيادة كفاءتها وقدرتها التنافسية .

-خلق ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة في أسواق المال مثل : صناديق الاستثمار الجماعية ، وصناديق رأس المال المخاطر ، ومؤسسات ضمان وترويج الاكتتاب ، ومؤسسات تقييم المخاطر وغيرها.

٥- ضرورة ربط البورصات العربية الرئيسية بهدف الوصول إلى سوق مالي إقليمي لما يحققه ذلك من دور بعيد المدى نحو تنمية وتقوية الاقتصاديات العربية وجذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية .

٦- ضرورة تطوير نظم المقاصة والتسويات المعمول بها في الأسواق المالية العربية بما يتماشى مع المعايير الدولية ، والنظر في إمكانية التنسيق فيما بينها وذلك بالتعاون بين الأسواق المالية العربية من جهة ، وصندوق النقد العربي ومؤسسة التمويل الدولية من جهة أخرى .

٧- قيام مؤسسة عربية للتقاص والتسويات على شكل مؤسسة مالية تجارية يعد استكمالاً للهيكلية المؤسسية لقطاع الأسواق المالية العربية ، وعاملاً رئيسياً في تحقيقها لأهدافها ودورها التنموي والقومي في العمل العربي المشترك.

٨- من التوصيات المقترحة التي تعين الأسواق المالية العربية على مواجهة ما قد تتعرض له من أزمات مستقبلية ما يلي :

-وضع معالجة أكثر شمولية لمخاطر الأسواق الثانوية بأن تتضمن فصل قروض المصارف ، وعزل مخاطر السوق ، وفصل مخاطر التغيرات غير المتوقعة في أسعار الفائدة والصرف عن مخاطر أخرى معينة .
-تحسين البنية الأساسية للأسواق ، والانتقال إلى نظم كاملة بحيث توفر موعدا هائيا وفوريا للمدفوعات ، ومن ثم خفض مخاطر التسويات ، وتطبيق هيكله مقاصد لتعاملات وتسوية قياسية عند التعامل الفوري في سوق الأوراق المالية الثانوية .

-تفعيل دور المصرف المركزي في الإشراف والرقابة على المصارف .. ذلك أنه في ظل بيئة مليئة بالتغيرات الجوهرية والمستمرة في النظام المالي وفي المراكز المالية التي تسيطر عليها أنشطة عالية السيولة ، فإن صدمات السيولة تشكل مخاطر هيكلية ما لم تعالج بسرعة ، وفي مثل هذه الظروف يكون من الأفضل للمصرف المركزي أن يقوم بدور فوري في الإشراف والرقابة على المصارف .

-تنمية الاقتصاديات العربية على ضوء التحديات التي تواجهها الدول العربية في اتجاهها الحالي نحو تحرير اقتصادياتها وما تتطلبه هذه المرحلة من قرارات واضحة ومدروسة تتناول دعم عملية التحول الاقتصادي الجاري في الوطن العربي ، وإيجاد سوق مالية متطورة تعمل على رفع كفاءة السوق في تخصيص الموارد المتاحة .

٩- كذلك فإن هناك عدة توصيات يمكن الأخذ بها لتطوير البورصات العربية وتعزيز التفاعل بينها واقتراح الضوابط التي يمكن وضعها على تعاملات الأجناب من أجل أن يتوافق دور هذه البورصات مع مصالح الاقتصاديات العربية وذلك على النحو الآتي :

• العمل على تحديث بورصات الأوراق المالية العربية وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية وتعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال وإعادة تدويرها لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، وهذا يتطلب لإنجازه استكمال الأطر التشريعية والمؤسسية، والتوسع في توفير المؤسسات المالية المتخصصة لتسهيل عمليات التداول كالمصارف الاستثمارية وشركات المقاصة والحفظ المركزي وصانعي السوق وبيوت الوساطة والتحليل المالي، إضافة

إلى التوسع في طرح الأدوات الاستثمارية وتنوعها بما يتناسب واحتياجات المستثمرين مثل صناديق الاستثمار والسندات القابلة للتحويل وغيرها.

- العمل على تحديث قوانين الشركات ووضع حوافز لإنشاء شركات مساهمة وتسهيل عمليات تحويل الشركات المغلقة إلى شركات مساهمة يتم إدراج وتداول أسهمها من خلال البورصة .
- أن مواجهة مشكلة صغر حجم البورصات العربية يحتاج إلى حزمة من الحلول وذلك من خلال معالجة صغر متوسط رأس المال السوقي بوضع حد أدنى للحجم كشرط للقيود في البورصة كما يمكن مواجهته بالدعوة لإدماج الشركات الصغيرة وفتح الشركات المغلقة العائلية .
- إما مواجهة مشكلة انخفاض عدد الأسهم الجيدة فيمكن معالجته من خلال الإسراع بربط الأسواق العربية وجذب المستثمر الاستراتيجي الذي لديه القدرة على تحسين أداء الشركة إذا تمكن من حيازة حصة ملائمة من رأس مال الشركة .
- لتحسين سيولة السوق يوصى الخبراء باتباع استراتيجيات تستهدف خفض القيمة السوقية للأوراق المقيدة مثل استراتيجية التقسيم واستراتيجية التوزيعات في صورة أسهم .
- تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار وتشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار في الأوراق المالية.
- خفض فترة تسوية الصفقات وضبط حركة الأسعار ويقترح إنشاء مؤسسات صناعة السوق لدورها الهام في امتصاص الخلل في آلية العرض والطلب بالشراء من كل من يرغب في البيع، والبيع لكل من يرغب في الشراء بأسعار عادلة من شأنها أن تضع قيوداً على التقلبات السعرية في حالة الخلل بين العرض والطلب .
- لمعالجة نقص المعرفة والمهارات الاستثمارية لدى المستثمرين في الأسواق العربية يفرح الاهتمام بالوعي التوظيفي لهؤلاء وتثقيفهم من خلال وسائل الإعلام المرئية والمسموعة .
- أن مواجهة تحديات العولة المالية تتطلب وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق، وضوابط تحكيمية تفرضها المصلحة العامة حتى لا تتحول البورصة لدي تحرير التعاملات فيها إلى مسرح للمضاربات ومحترفي ثقافة الخبطة، وتبتعد عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسعات في المشاريع القائمة .

- إن تنفيذ برنامج ربط البورصات العربية يتطلب دعم وتعزيز جهود اتحاد البورصات وهيئات أسواق المالية العربية في هذا الخصوص لاسيما إنشاء المؤسسة العربية للتقاص والتسويات ، ومشروع شبكة المعلومات ، وإزالة المعوقات البيروقراطية أمام الربط بين البورصات العربية .
 - لابد من تنظيم نشاط السمسرة في الأوراق المالية ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها ، وهذا يتطلب تنظيم دورات تدريبية لرفع مستوى أداء هؤلاء مهنياً ، ولعل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنويع اختصاصاتهم كإدارة المحافظ الاستثمارية .
 - أن نمو وتطوير البورصات العربية يتوقف على تحسین ماح الاستثمار المحلي ، ونجاح برامج وطنية للإصلاح الاقتصادي حيث أبرزت التجربة أن تواجد أسواق مالية كفوة يساعد على تنفيذ برامج الإصلاح بأقل تكلفة دون تراجع في النمو الاقتصادي .
 - أن تعميق الوعي الادخاري والتوظيفي بمختلف وسائل التوعية والاتصال ربما تكون البداية الصحيحة في اتجاه تشجيع وتنمية البورصات .
- ١٠- التعامل مع منظمة التجارة العالمية باعتبارها جزءاً واقعياً من العالم الجديد الذي يعيشه وأنه سوف يتزايد دورها في المستقبل .. ولا تستطيع الدول العربية التي لم تنضم إليها ، أو لم تتقدم بطلب العضوية حتى الآن ، أن تبقى معزولة عنها إلى أمد طويل .. ولذلك يتعين دراسة الموضوع على أنه حقيقة واجبه المواجهة إن عاجلاً أو آجلاً ، وتبني موقفاً إيجابياً حيالها يدرس الإمكانيات المتاحة ، والوسائل العملية من أجل أن يكون الاقتصاد العربي عنصراً فاعلاً لا متلقياً فيها فقط ، خاصة وأن تبني الدول العربية المنضمة للبحات للصوابط والقواعد الجديدة التي تحتويها الاتفاقيات لكافة أنواع النشاط الاقتصادي في مجال تجارة السلع والخدمات والاستثمار وحقوق الملكية الفكرية ، التي تتزايد أهميتها في الاقتصاديات العربية ، وكل هذا سوف يساعد على وجود مناخ استثماري مناسب يمكن أن يؤدي إلى تدفق رأس المال والتقنية اللازمتين للتنمية الصناعية في الدول العربية ، بالإضافة إلى افتحاح ونمو التجارة العربية البينية البينية خاصة وأن حصة تجارة مجموعة الدول العربية المنضمة أو بصدد الانضمام للبحات تبلغ حوالي ٨٠% من إجمالي التجارة العربية مع العالم .

وبالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي فإن عليها العمل داخل التجمعات الاقتصادية الدولية كوحدة واحدة ، وبإستراتيجية مدروسة لتعزيز وضعها التفاوضي في (الجات) والمنظمات الدولية الأخرى ، وبحث إمكانية الاستفادة من الجوانب الإيجابية للاتفاقية ، والتخفيف من الآثار السلبية عن طريق التحضير الجماعي لدول المجلس وخاصة فيما يتعلق بالأخذ بالتعريفة الجمركية الموحدة بين دول المجلس وإقامة منطقة التجارة الحرة فيما بينها.

١١- اتفاق الدول العربية على تبني برنامج موحد للتعامل مع اتفاقية الجات ومنظمة التجارة العالمية يتضمن تحديد فترة زمنية يؤدي انتهاؤها إلى الاندماج في الجات ، ويتم خلال ترتيب الأوضاع الاقتصادية والمالية العربية توطئه للاندماج في المنظمة والتعامل المستقبلي مع بنودها .

١٢- ضرورة استعداد الدول العربية لمواجهة الآثار السلبية في المدين القصير والمتوسط لاتفاق التحرير العالمي لقطاع التجارة عموماً وللقطاعات المالية والمصرفية خصوصاً وضرورة السعي والعمل على تقليصها قدر الإمكان .. كما أن الآثار الإيجابية للاتفاق في المدى الطويل لن تأتي بشكل تلقائي ، بل يجب التحضير لها من الآن وبشكل مكثف .

١٣- تكثيف الجهود العربية لزيادة وتحسين التجارة البينة في مجال السلع والخدمات المالية وغير المالية ، وذلك من خلال تطوير المشاريع والاستثمارات العربية المشتركة في هذا القطاع ، والسعي لتطوير الأسواق التجارية والمصرفية والمالية عبر إحداث تطوير جذري في طبيعة المؤسسات والأدوات المصرفية والمالية ، مع ضرورة إحداث تكامل أو ربط تدريجي بين تلك الأسواق على المدى الطويل .

١٤- ضرورة بناء الخنزرات العربية في مجال المحادثات التجارية والمالية المتعددة الأطراف ، وتطبيقات نتائجها ، وذلك بالتعاون والتنسيق مع بعض المنظمات الإقليمية أو الدولية مثل الاسكوا _ الاونكتاد _ مركز التجارة الدولي .. الخ

١٥- ضرورة متابعة الدول العربية لجهود الإصلاح الاقتصادي ، وإزالة أو تخفيف القيود المفروضة على عمل المصارف ، وتحرير الأنشطة من القيود ، وإطلاق قوى السوق في شتى المجالات ، وتقليص دور الدولة الاقتصادي ، وتصحيح الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد الوطني .

١٦- إن تحويل المنطقة العربية إلى قوة اقتصادية فاعلة ضمن الاقتصاد العالمي يقتضي استعادة رؤوس الأموال العربية ، وجذب الاستثمارات الخارجية ، وإيجاد مصادر تمويل غير تقليدية في الأسواق .

TERMS AND EXPRESSIONS

مصطلحات وتعابير

STOCK OF EXCHANGE (BOURSE)	سوق الأوراق المالية - البورصة
FINANCIAL MARKET	سوق المال (النظام المالي)
MONEY MARKET	سوق النقد
CAPITAL MARKET	سوق رأس المال
NON SECURITIES CPAITAL MARKET	سوق رأس المال عن غير طريق الأوراق المالية
SECURITIES MARKET	سوق الأوراق المالية
PRIMARY MARKET	سوق الإصدار (السوق الأولي)
SECONDARY MARKET	سوق التداول (السوق الثانوي)
FINANCIAL SECURITIES	الأوراق المالية
SHARE	السهم
BOND	السند
SHARE/ BOND HOLDER	حامل السهم / السند
INVESTMENT INTERMEDIARIES	وسطاء الإستثمار
FINANCE COMPANIES	شركات توظيف الأموال
BOND FUNDS	شركات الإستثمار في السندات
MUTUAL STOCK FUNDS	شركات الإستثمار في الأوراق المالية المشتركة
STOCK BROKERS	سماسرة الأوراق المالية
SPECULATION	المضاربة
SPECULATOR	المضارب
GAMBLING	المقامرة
ARBRITRAGE	الموازنة
FINANCIAL INSTITUTIONS	المنشآت المالية
SHARE DIVIDEND	ربح السهم
BOND INTEREST	فائدة السهم

SHARE CERTIFICATE	شهادة أسهم
BOND, DEBENTURE CERTIFICATE	شهادة سندات
SHARE CAPITAL	رأس مال الأسهم
DEBENTURE CAPITAL	رأس مال السندات
ADVANCES AGAINST SECURITIES	سلف بضمان أوراق مالية
MARKET RISKS	أخطار السوق
INVESTMENT/ RISK/ RETURN	الإستثمار/ الخطر/ العائد
MARKET ABILITY & LIQUIDATION	قابلية الورقة للتداول والتشغيل
YIELD	العائد السنوي للورقة
TREASURY BILLS	أذون الخزانة
FORECASTING TECHNIQUES	وسائل التنبؤ
ADEQUATE DISCLOSURE	الإفصاح الكافي
TRUST FUNDS	صناديق الإستثمار
MUTUAL FUNDS	الصناديق المشتركة
LEASING FUNDS	شركات التأجير التمويلي
OPEN ENDED FUNDS	صناديق الإستثمار المفتوح
CLOSED ENDED FUNDS	صندوق الإستثمار المغلق
ARBITRAGURES	المرابحون
HEDGERS	المغطون
SPECULATORS	المضاربون
MARKET MA KERS	صانعي السوق
MAJOR FUNCTION	الوظيفة الرئيسية
FUTURES	عقود المستقبلات
OPTIONS	عقود الخيارات
CALL OPTIONS	خيار طلب
PUT OPTIONS	خيار عرضي

FORFIT OF SHARES	إلغاء الأسهم
FORGED BONDS	سندات مزورة
FULLY PAID BONDS	سندات مدفوعة بالكامل
NEGOTIABLE STOCK	ورقة مالية قابلة للتداول
NOMINAL VALUE/ PAR VALUE	قيمة إسمية
OFFICIAL QUOTATION	تسعيرة رسمية للأوراق المالية
OPENING PRICE	سعر الإفتتاح (في البورصة)
CLOSING PRICE	سعر الإقفال (في البورصة)
OPTION DEAL	حق الخيار (في البورصة)
OPPORTUNITY COST	تكلفة الفرصة البديلة
QUOTED SECURITIES	أوراق مالية مدرجة في التسعير
STOCK EXCHANGE BROKERS	سماسرة الأوراق المالية
OUTSIDE BROKERS	سماسرة يعملون خارج المقصوره (البورصة) دفتر تسجيل الصفقات (البورصة)
STOCK BROKERS BARGAIN BOOK	
STOCK EXCHANGE COMMITTEE	لجنة البورصة
DISCLOSURE RULES	قواعد الإفصاح
INFORMATION BENEFIT	فائدة توفير المعلومات
FINANCIAL DUALATION	الإزدواج المالي
ORGANISED MONEY MARKET	السوق المالي المنظم
NON-ORGANISED MONEY MARKET	السوق المالي غير المنظم
SPOT MARKETS	أسواق حاضرة
CONTRACT MARKETS	أسواق آجلة
EFFICIENT OF CAPITAL MARKET	كفاءة سوق رأس المال
ALLOCATIVE EFFICIENCY	الكفاءة التخصيصية
FAIR VALUE	القيمة العادلة

INTERINSIC VALUE	القيمة المحورية
PRICING EFFICIENCY	كفاءة التسعير
OPERATING EFFICIENCY/	كفاءة التشغيل /
INTERNAL EFFICIENCY	الكفاءة الداخلية
BROKERAGE COMMISSION COST	تكاليف السمسرة
PERFECT EFFICIENCY MARKET	الكفاءة الكاملة للسوق
MARKET IS FRICTIONLESS	لا قيود على التعامل في السوق
SECURITIES ARE DIVISIBLE	قابلية الأوراق المالية للتجزئة
HOMOGENOUS EXPECTATIONS	تمائل توقعات المتعاملين
UNDER PRICED	مقومة بأقل من القيمة المحورية
OVER PRICED	مقومة بأكثر من القيمة المحورية
ECONOMIC EFFICIENCY	الكفاءة الاقتصادية
EFFICIENT MARKET	السوق الكفء
MARKET DEPTH	عمق السوق
MARKET BREADTH	إتساع السوق
MARKET CONTINUATION	إستمرارية السوق
MARKET FAIR	عدالة السوق
TRANSPARANCY	الشفافية
DISCLOSURE	الإفصاح
CLARITY	الوضوح
FULL DISSEMINATION OF INFORMATION	معلومات كاملة ومنشورة
NON-PUBLIC INFORMATION	معلومات غير معلنة
SHORT SALE	البيع على المكشوف
COMMISSION BROKERS	السماسرة الوكلاء
FLOOR BROKERS	سماسرة المقصورة
FLOOR TRADERS	تجار المقصورة

SPECIALISTS	المختصون
AMERICAN STOCK EXCHANGE	البورصة الأمريكية للأوراق المالية
REGIONAL EXCHANGES	البورصات الإقليمية
INVESTMENT ENVIRONMENT	بيئة الإستثمار
INVESTMENT PROCESS	عملية الإستثمار
REAL INVESTMENT	إستثمارات حقيقية
FINANCIAL INVESTMENT	إستثمارات مالية
SECURITY ANALYSIS	تحليل الأوراق المالية
TECHNICAL ANALYSIS	التحليل الفني
FUNDAMENTAL ANALYSIS	التحليل الأساسي
PROTFOLIO CONSTRUCTION	تكوين محفظة
SELECTIVITY	الإنتقاء
DIVERSIFICATION	التنوع
PROTFOLIO PERFORMANCE EVALUATION	تقييم أداء المحفظة
INVESTMENT ADVISORS	مستشاروا الإستثمار
PROFISSIONAL MONEY MANAGERS	مديرو المال المحترفون
REGISTERED REPRESENTATIVES	ممثلون مسجلون
REGIONAL BROKERAGE FIRMS	بيوت سمسرة إقليمية
MARKET ORDERS	أوامر السوق
DAY ORDERS	أوامر اليوم الواحد
OPEN ORDERS	أوامر مفتوحة
DISCRETIONARY ORDERS	أوامر حرة
LIMIT ORDERS	أوامر محددة
STOP ORDERS	أوامر إيقاف
STOP LIMIT ORDER	أمر إيقاف محدد
OVER THE COUNTER (OTC)	المعاملات على المنضدة

LISTED SECURITY	سهم مسجل
DELISTED	إلغاء التسجيل
TRADING HALT	تجميد تداول
TRADING POST	مركز التداول
BID PRICE	سعر بيع
ASKED PRICE	سعر شراء
SECURITIES DEALERS	تجار الأوراق المالية
STOCK PRICE TABLES	جداول أسعار الأسهم
INTERMARKET TRADING SYSTEM	نظام التبادل في السوق
CONSOLIDATED QUOTATION SYSTEM	نظام الأسعار المنشورة
SECURITIES INVESTOR PROTECTION	مؤسسة حماية المستثمر في الأوراق المالية
PRICE IMPACTS	الآثار السعرية
UNDERWRITE	تعهد بتغطية الإكتتاب في الأوراق المالية
PROSPECTUS	نشرة إصدار
MARKET INDEX	مؤشر سوق
PROTFOLIO RISK	خطر المحفظة
SECURITY/MARKET LINE	خط الإستثمار/ السوق
SYSTEMATIC RISKS	مخاطر منتظمة
UNSYSTEMATIC RISKS	مخاطر غير منتظمة
SWAPS	مبادلات
EXCHANGE RATE RISKS	مخاطر تغير سعر الصرف
OPTIONS	عقود الإختيار
FUTURE CONTRACTS	العقود المستقبلية
FORWARD CONTRACTS	العقود الآجلة
FUTURE PRICE	السعر في المستقبل
TRADING ROOM	غرف التعامل

PIT	حلفة (تخصص للتعامل)
HEDGERS	المغطون
LONG HEDING	التغطية الطويلة
SHORT HEDING	التغطية القصيرة
DAILY SETTLEMENT	التسوية اليومية
REVERSE TRADE	الصفقة المعاكسة
EQUILIBRIUM	سعر التوازن
ARBITRAGE	المراجحة
ARBITRAGERS	المراجحون
INTEROM CASH FLOW	التدفقات النقدية الإضافية
TRANSACTION COSTS	تكاليف المعاملة
COVERED POSITION	موقف مغطى
NAKED POSITION	موقف غير مغطى
SHORT POSITION	موقف قصير الأجل
LONG POSITION	موقف طويل الأجل
OPTIONS ON FUTURES	حقوق الإختيار على العقود المستقبلية
CALL OPTIONS ON FUTURES	إختيار الشراء على العقود المستقبلية
PUT OPTIONS ON FUTURES	إختيار البيع على العقود المستقبلية
BEATING THE MARKET	التغلب على السوق
BULL MARKETS	الأسواق التصاعدية
BEAR MARKETS	الأسواق التنازلية

المرجع

- مجموعة محاضرات معهد الدراسات المصرفية - البنك المركزي المصري .
- دور البنوك في تنشيط سوق المال من خلال صناديق الاستثمار - د. مني قاسم ١٩٩٤/٩٣
- تنشيط سوق المال في مصر في ظل منهج الإصلاح الاقتصادي - د. عمر سالم ١٩٩٣/٩٢
- دعم وتطوير سوق المال في مصر - د. عمر سالم ١٩٩٢/٩١
- دور سوق المال في تعبئة المدخرات في مصر - سيد عيسى ١٩٩١/٩٠
- سوق النقد في جمهورية مصر العربية - د. نبيل سدره محارب ١٩٨٩/٨٨
- بورصة الأوراق المالية - د. محمد عبد السلام بدر الدين ١٩٧٨/٧٧
- سوق المال في مصر - د. عدلي سلامة اندراوس ١٩٩٥/٩٤
- دور البنوك والمؤسسات المالية في تنشيط أسواق المال في مصر والعالم العربي - د. محمد محمد حسين ١٩٩٦/٩٥
- محاسبة البنوك التجارية - د. خيرت ضيف ١٩٦٢
- برامج إدارة المصارف - إفران ، المغرب : ١٣/١٠/١٩٧٥ اتحاد المصارف العربية ١٩٧٥
- الإفصاح وواقع الأسواق المالية العربية - ندوة مصرفية - بيروت - مارس ١٩٩٥ .
- البورصة المصرية - جريدة الخليج - ١٠/١١/١٩٩٧ .
- أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - د. محمد صالح الخناوي - الدار الجامعية - ١٩٩٧
- اقتصاديات الخدمات والمشروعات العامة - د. سعيد عبد العزيز عثمان - الدار الجامعية - ١٩٩٧
- مجلة الاقتصادي - دار الخليج - دولة الإمارات العربية المتحدة :
- العدد (١٢) : ١٨ - ٩٦/٥/٢٤ - أسواق المال الخليجية في ظل التكتلات الاقتصادية الإقليمية والدولية - حمود بن سنجور بن هاشم
- العدد (٢١) : ٢٠ - ٩٨/٦/٢٦ - استراتيجية تطوير أسواق رأس المال في الخليج - د. هنري توفيق عزام

-العدد (٧٤) :يونيو /يوليو ١٩٩٦ - الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية - عبد الحلیم إبراهيم

محسن

-مجلة ((المصارف العربية))-اتحاد المصارف العربية :

-العدد (١٦١) - مايو ١٩٩٤ -صناع السوق في بورصات الأوراق المالية - أ.جواد حرير.

-العدد (١٦٣) - يوليو ١٩٩٤ - عملية الربط بين البورصات العربية ومقوماتها - د.أديب حداد.

-العدد (١٧٢) - أبريل ١٩٩٥ - د.عدنان الهندي

-جريدة الخليج - دولة الإمارات -١٩٩٩/٥/٢٥ - تطور مناخ الاستثمار في الوطن العربي - أ.مفعمون

حسن.

-مجلة التجارة - غرفة تجارة الشارقة - دولة الإمارات - العدد (٣) - مارس ١٩٩٥ - نحو سوق مالية

موحدة - حسن عبد الله النومان .

-الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية عام ٢٠٠٠ - مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية - الأهرام

- القاهرة - الطبعة الثانية -يناير ٢٠٠١ - البورصات العربية (الدور ، العلاقات البينية ، وتحديات

التحرير)-دراسة أعدها د. سليمان المنذري .

-مرجع للمؤلف : بورصات الأوراق المالية العربية والدولية - دار الوسام - بيروت - ١٩٩٨ .

REFERENCES

1. "Financial Markets and the Economy" Charles N. Henning 1978.
2. "The Stock Market. Theories and Evidence" James Iorle, and Mary Hamilton, Illinois, 1973.
3. "Principles of Money Banking and Financial Markets" Lawrence S. Rither and william L. Silber, N.Y., 1983.
4. "Money Financial Markets and Economic Activity" Norman E. Cameron, Outario, 1984.
5. "Financial Management of Financial Institutions" George H. Hampile and Jessb Yawiz, New Jersey, 1977.
6. "Financial Institutions" Peter S. Rose and Donald R. Frasser, Texas, 1985.