

جهود تكامل أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات إنجازه *The efforts of integrating Arab securities markets and the requirements of its achievement*

د. حمزة بوكفة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة أم البواقي - الجزائر

hamzabkf@yahoo.fr

د. عمار زودة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة باتنة 1 - الجزائر

Ammar.zouda@univ-batna.dz

ملخص:

تهدف هذه الدراسة بشكل عام إلى التعرف على أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية ومجموع الفوائد المتعددة التي يمكن أن يحققها للدول العربية سواء على المستوى المحلي أو الإقليمي، بالإضافة على معرفة واقع وجهود تكامل أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقات تجسيده، معتمدين في ذلك على المنهج الوصفي التحليلي، حيث خلصت الدراسة إلى أن التكامل بين الأسواق العربية يعد أحد أهم الوسائل التي من شأنها النهوض بواقع أسواق الأوراق المالية العربية من خلال رفع قدراتها وزيادة فرص التنوع أمام المستثمرين، واجتذاب شريحة أكبر من المستثمرين الإقليميين والدوليين، وتوفير التمويل للشركات المقيدة، إلا أن هذا المشروع التكاملي لم ينجح نتيجة وجود بعض المعوقات التي حالت دون تحقق هذا الطموح العربي، أما أهم التوصيات التي خلصت إليها الدراسة لإنجاح هذا التكامل العربي هو وجوب توعية المستثمر العربي وتوحيد التشريعات واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية وانتشار شركات وساطة مالية إقليمية في الدول العربية، مع وجوب إنشاء أيضا شركة موحدة للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي.

الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية العربية، تكامل الأسواق العربية، المستثمر العربي، التنمية الاقتصادية.

Abstract:

The Aim of This Study is to identify the importance of integration between Arab stock markets and the main advantages that can be achieved by Arab countries. And to recognize the reality and the efforts of the integration of Arab stock markets and the main obstacles of its attainment, relying on the descriptive analytical approach. This study has concluded that the integration of Arab markets is one of the most significant means to enhance the position of Arab securities markets by raising their capacities and increasing the opportunities for diversification to investors, attracting a larger segment of regional and international investors and providing funding to quoted companies. However, this integrational project has failed, due to some difficulties. The main recommendations to achieve Arab securities markets integration is emphasizing the awareness of Arab investors and the unification of laws and regulations governing Arab securities markets and the establishment of regional financial intermediaries in Arab countries, and lastly the necessity to create a consolidated company for compensation, adjustment and Central Depository.

Key words: Arab stock markets, Arab markets integration, Arab investor, economic development.

تمهيد:

تعد أسواق الأوراق المالية من أهم الأسواق التي تسعى التكتلات الاقتصادية إلى تحقيق التكامل فيما بينها، لاسيما أنها تحقق العديد من الفوائد على رأسها التقليل من مخاطر العولمة المالية ودعم عملية التنمية الاقتصادية وتنشيط الاقتصادات على تجاوز مراحل التباطؤ والركود، خاصة في ظل الأزمات المالية العالمية، التي تعصف بالعديد من الاقتصادات العالمية والعربية على حد سواء وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية وتنشيط الأسهم الضعيفة في أي من أسواقها، إلى جانب تيسير انتقال رؤوس الأموال فيما بينها.

- **إشكالية الدراسة:** بناء على ما تقدم وللإلمام أكثر بموضوع تكامل أسواق الأوراق المالية العربية ارتأينا صياغة إشكالية دراستنا على النحو التالي: **ما هي أهمية و جهود تكامل أسواق الأوراق المالية العربية فيما بينها و ما هي متطلبات إنجاحه؟**

- **أهمية الدراسة:** تظهر أهمية هذه الدراسة من خلال عدة اعتبارات أهمها الاعتبارات المرتبطة بالفوائد والمزايا المرتبطة بالعملية التكاملية بين أسواق الأوراق المالية العربية، خاصة وأن نجاح التجربة الأوربية في مجال التكامل الاقتصادي والنقدي أعطت دفع للعديد من التكتلات الاقتصادية نحو الدخول في مشاريع للوحدة النقدية لتحقيق نفس الهدف.

- **أهداف الدراسة:** تهدف هذه الدراسة بشكل عام إلى التعرف على أهمية التكامل والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية ومجموع الفوائد المتعددة التي يمكن أن يحققها للدول العربية سواء على المستوى المحلي أو الإقليمي، بالإضافة على معرفة واقع وجهود ومعوقات تكامل أسواق الأوراق المالية العربية، ومن ثم صياغة بعض المتطلبات الرئيسية التي يراها الباحثين أنها ستساهم في تطوير وإنجاح مسيرة هذا التكامل.

- **المنهج المستخدم في الدراسة:** في محاولة للإجابة عن إشكالية الدراسة اعتمد الباحثين على المنهج الوصفي التحليلي، الذي يتطلب وصف لخصائص وأبعاد الظاهرة في إطار يسمح بتجميع البيانات والمعلومات اللازمة عنها، من خلال الاطلاع على مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع تكامل أسواق الأوراق المالية العربية، وبالتالي استخلاص نتائج وتوصيات يمكن اعتمادها في تطوير وإنجاح جهود هذا التكامل العربي.

- **الدراسات السابقة:** حظي موضوع تكامل أسواق الأوراق المالية العربية والربط بينها بالاهتمام من قبل العديد من الباحثين الذين أقررو بأهميته في دعم عملية التنمية الاقتصادية في البلدان العربية، حيث تباينت هذه الدراسات من حيث اعتمادها على مناهج بحث متعددة والنتائج التي تم التوصل إليها، وفي ما يلي عينة من هذه الدراسات:

* **دراسة بن دحان اليباس الأزهر، 2013**، التي اهتمت بدور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي من خلال دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، حيث أبرزت هذه الدراسة الأهمية البالغة لعملية تفعيل التكامل بين البورصات العربية في دعم التبادل التجاري بين الدول العربية وفي دعم التنمية الاقتصادية العربية، إضافة إلى دورها في النهوض بالبورصات العربية محليا.

* **دراسة وائل الراشد، 2013**، التي اهتمت بدراسة تكامل الأسواق المالية العربية من خلال اختبار تكامل كل من سوقي الأردن والكويت باستعمال المؤشرات الشهرية لهذين السوقين الماليين خلال الفترة (جوان 2001 - مارس 2010)، باستخدام اختبار التكامل المشترك (Jonhansen1988) واختبار السببية ل (Granger)، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية على المدى الطويل بين كل من هذين السوقين.

* **دراسة سعدوني محمد، 2015** الموسومة بالوحدة النقدية وإشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخارجي، التي حاول من خلالها الباحث الإجابة عن سؤال رئيسي على النحو التالي: هل يؤدي قيام الوحدة النقدية بين دول مجلس التعاون الخليجي إلى تعزيز تكامل أسواق رأس المال؟. وتوصل الباحث في دراسته ومن خلال تحليل معايير التقارب التي اعتمدها بأن دول

مجلس التعاون الخليجي تتوفر وتستجيب لأغلب معايير التقارب، نظرا لخصائصها المشتركة وتمائل هيكل اقتصادياتها، مما يؤهلها لأن تحقق تكامل اقتصادي ونقدي فيما بينها.

- محاور الدراسة: انطلاقا من إشكالية الدراسة والأهداف المرجوة منها، تم تقسيم هذه الدراسة إلى محورين، حيث:

* المحور الأول خصص للحديث عن تكامل أسواق الأوراق المالية وأهمية وجهود تحقيق هذا التكامل لدى الأسواق العربية؛
* أما المحور الثاني سيتم من خلاله دراسة المعوقات التي حالت دون قيام تكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية وما هي متطلبات إنجاحه.

المحور الأول : تكامل أسواق الأوراق المالية وأهمية وجهود تحقيقه لدى الأسواق العربية

سنحاول من خلال مضمون هذا المحور وقبل الحديث عن الأهمية المتوقعة تحقيقها من خلال تكامل أسواق الأوراق المالية العربية فيما بينها، وجب علينا وضع إطار مفاهيمي لكل من أسواق الأوراق المالية وأهمية تكاملها، ليتسنى لنا ذكر المراحل والجهود المبذولة من طرف بعض الهيئات العربية المشتركة لتحقيق التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية.

1- مفهوم أسواق الأوراق المالية: تستمد سوق الأوراق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكن أنواع السلع وأساليب تداولها هي التي تغيرت عبر التاريخ، نتيجة لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتغير احتياجات الأفراد وتطور وسائل الاتصال فيما بينهم.

وقد تباينت مفاهيم سوق الأوراق المالية، إذ أن تطور هذه السوق انعكس في تطور مفاهيمها أيضا، فالبعض يعرف سوق الأوراق المالية بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية.¹ والبعض الآخر بأنها عبارة عن إطار تنظيمي يتم فيه تداول الأدوات المالية من حيث البيع والشراء.²

كما يعرف آخرون سوق الأوراق المالية أيضا بأنها ذلك العنصر الأساسي من عناصر النظام المالي الذي يلعب دورا هاما في تنظيم أساليب التمويل والاستثمار بالإحجام والأوقات المناسبة.³

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها مجموعة من المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تلتقي قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام وعلى الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل خاص.⁴

2- خصائص سوق الأوراق المالية: عادة ما تستخدم سوق الأوراق المالية من طرف الحكومات والشركات والمؤسسات التجارية بهدف تجميع الأموال للأغراض طويلة الأجل، إذ أن سوق الأوراق المالية فضلا عن كونها وعاءاً للتمويل طويل الأجل، فإن كلفة التمويل فيها منخفضة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى (كالبانك التجارية).

وكما أشرنا آنفا إلى أن سوق الأوراق المالية هي سوق للأدوات المالية طويلة الأجل (Long-term) التي يحين استحقاقها بعد أجل طويل مما يحملها عبئا ثقيلا ومخاطرة كبيرة، لاسيما فيما يخص السندات، ويمكن إجمال أهم خصائص سوق الأوراق المالية في النقاط الآتية:⁵

- يمتاز الاستثمار في هذه السوق بارتفاع العوائد، مما يدفع المستثمرين للتفكير والاهتمام بالأرباح على حساب السيولة؛
- تعد سوقا أكثر انتظاما من سوق النقد، لمحدودية المتعاملين فيها، فضلا عن كونهم على درجة عالية من التخصص والمهارة في إبرام الصفقات المالية؛
- تعد سوق الأوراق المالية سوق للجملة والتجزئة في آن واحد، إذ تعقد فيها صفقات كبيرة وأخرى صغيرة، بحسب حاجة المتعاملين وطبائعهم؛
- تلعب دورا حيويا في تطوير منشآت الأعمال وغيرها كونها تمثل قناة لتدفق الأموال متوسطة وطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين؛

- يقابل ارتفاع معدل العائد في سوق الأوراق المالية، ارتفاع معدل المخاطرة الناشئ عن طول آجال الأوراق المالية المتداولة فيها وبالتالي زيادة مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة؛ ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية من حيث أولوية الإصدار إلى سوق الإصدارات الجديدة وأخرى للإصدارات القائمة والسابقة.

3- مفهوم عملية التكامل بين أسواق الأوراق المالية: عرفت أسواق الأوراق المالية المتكاملة والمتراطة بأنها تلك الأسواق التي يستطيع فيها المستثمرون الموجودون ببلد معين شراء وبيع الأوراق المالية المصدرة في بلد آخر دون قيود، وكتيجة لذلك تم إصدار أوراق مالية موحدة ونمطية يتم تداولها في أسواق مختلفة بنفس السعر تقريبا بعد أخذ أسعار الصرف بعين الاعتبار. وترتفع درجة التأثير والتأثير بين هذه الأسواق كلما ارتفعت درجة الارتباط والتكامل فيما بينها.

ودفعت عملية تدويل أسواق الأوراق المالية في العالم نحو حدوث تغيرات هائلة حيث ظهرت ابتكارات مالية جديدة وارتفع حجم التداولات، وانتشرت شركات الوساطة المالية والمستثمرين في الأوراق المالية ذوي الطابع الدولي مستغلين آخر ما توصلت إليه تكنولوجيا الاتصال والمعلومات، وقد جعلت هذه الشبكة الإلكترونية التعامل بعدة أسواق مالية في آن واحد أمرا ممكنا ما وفر العديد من الفرص والبدائل أمام المستثمرين بما يناسب إستراتيجياتهم. كما دعمت هذه الشبكة عمل الوسطاء والسماسة من خلال تنفيذهم لأوامر المستثمرين عبر مختلف الأسواق المتكاملة الأمر الذي عزز من عمق واتساع وسيولة هذه الأسواق وساهم في تخفيض تكاليف التعامل داخلها نتيجة احتدام المنافسة بين مختلف شركات السمسرة الدولية.⁶

لقد عرفت ترتيبات وتجارب التكامل بين أسواق الأوراق المالية في العالم العديد من النماذج والوسائل للربط بينها حيث سمحت هذه العملية بتوفير الكثير من البدائل أمام المستثمرين لتنويع محافظهم الاستثمارية وفق لمبدأ العائد والمخاطرة وتدرج مستويات الربط والتكامل بين هذا النوع من الأسواق من الأكثر تكاملا إلى الأقل كما يلي:

- تنسيق الأنظمة وتوحيد معاملات التسوية والمقاصة؛

- تيسير الاستثمار الأجنبي من خلال التداول عبر الحدود؛

- الإدراج المشترك للأسهم.⁷

4- أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية: تتزايد أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية في عصر العولمة المالية، ويرجع هذا التزايد إلى العديد من الجوانب، المبررات والفوائد والعوائد التي يمكن أن تعود على المنطقة من إقامة سوق أوراق مالية عربية مشتركة، ويظهر ذلك من خلال:

- إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية، وإدخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين في المشروعات العربية، وإقامة الشركات والمؤسسات الجديدة لتصب في التنمية العربية الشاملة ودفع عجلتها، وهو ما له مردود على المستوى المحلي ومستوى الاقتصاد العربي، ومن ثم زيادة معدلات النمو الاقتصادي؛

- إقامة سوق أوراق مالية عربية مشتركة تعمل على إعادة توجيه الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى وتوفير بذلك مصادر تمويل على درجة كبيرة من الوفرة، يمكن أن تساهم في إحداث تغييرا جوهريا للواقع الاقتصادي العربي في مجموعه؛

- استعادة توظيف الأموال العربية المستثمرة في خارج أسواق أوراق المال العربية، فالنتيجة الحسائية البسيطة تشير إلى أن كل دولار عربي واحد جرى استثماره في الوطن العربي يقابله ما يقارب 60 دولار جرى توظيفها في الأسواق المالية الدولية؛

- المساعدة في تحقيق ما يسمى بالاعتماد الجماعي على الذات العربية في تمويل التنمية العربية لتكون تنمية مستقلة، خاصة في ظل العولمة، والاتجاه إلى المزيد من التكتلات الاقتصادية، يصبح من الضروري البحث في كيفية إحداث التكامل المالي والتمويل بين الأطراف العربية في شكل سوق مالية؛⁸

-يساهم هذا التكامل في تلبية احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول العربية، إذ أن البنوك التجارية فيها بإمكانياتها المعروفة لا تستطيع أن تتحمل مخاطر التنمية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل؛

-يعتبر التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار، وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة العربية، حيث أن إصدار الأسهم والسندات يتضمن امتصاص قوة شرائية من جمهور المتعاملين، وبالتالي يقلل ويخفف من الآثار التضخمية أو لا يحدثها؛

-تعتبر سوق الأوراق المالية العربية المشتركة بمثابة البناء التحتي للاقتصاد العربي، حيث توفر السيولة اللازمة للتبادل التجاري، وتساهم بذلك في تعميق العلاقات الاقتصادية العربية، وبطبيعة الحال فإن البناء التحتي هو الذي يحدد شكل ودرجة نمو البناء الفوقي، وبذلك فإن مستوى تطور التجارة البينية ما بين الدول العربية، واكتمال السوق العربية المشتركة يتوقف على اكتمال وتعزيز التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية، ومن ثم استكمال مرحلة التكامل الاقتصادي المنشودة بصورة كاملة؛⁹

-يساهم تكامل الأسواق العربية أيضا في تقليل درجة المخاطرة الاستثمارية، يعود السبب الرئيس إلى أن تكامل أسواق الأوراق المالية يفتح المجال أمام المستثمرين لتنويع محافظهم الاستثمارية من خلال زيادة الفرص الاستثمارية القادمة من أسواق أوراق مالية مختلفة؛

- تمتد الفوائد الاقتصادية للتكامل لتلقي بثمارها على الشركات المدرجة، فعلاوة على زيادة عدد شركات الوساطة، وانعكاسات ذلك على تكلفة التمويل، والإدراج، والتداول، فإن تكامل أسواق الأوراق المالية العربية يساعد الشركات المدرجة على تحقيق ميزتي اقتصاد الحجم والمجال من خلال التواصل مع شريحة عريضة من المستثمرين مما يساعد ذلك على زيادة إمكانية الحصول على فرص تمويلية أفضل من تلك الفوائد عندما تدرج أسهم الشركة في سوق مالية منفردة؛

- تضاف هيئات أسواق الأوراق المالية إلى الفئات المستفيدة من تكامل الأسواق العربية، حيث تستفيد هيئة سوق الأوراق المالية من تكامل سوقها مع مجموعة من الأسواق المالية في تقليل تكلفة الإشراف على تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية مما يساهم في زيادة كفاءة السوق وتدعيم عمقها المالي وتوسيع طاقتها الاستيعابية، من خلال ما توفره من السيولة اللازمة لدعم دور سوق الأوراق المالية في منظومة الاقتصاد المحلي؛¹⁰

5- مراحل وجهود تكامل أسواق الأوراق المالية العربية:

لجملة الجوانب والمبررات السابقة، تتضح لنا جليا أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية على المستويين المحلي والإقليمي، وذلك نظرا لما تؤديه هذه الأسواق من دور فعال في التنمية الاقتصادية، وفي هذا الصدد برزت على الساحة العربية العديد من الجهود التي تحدد الخطوات الضرورية للتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية، أهمها إنشاء مؤسسات مالية مشتركة كاتحاد البورصات العربية، صندوق النقد العربي واتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، وتفعيل دورها في تنشيط تداول الأدوات المالية وتسويقها، وتم أيضا التوقيع على عدة اتفاقيات في هذا الخصوص بغية إيجاد مناخ استثماري لاستثمار الأموال العربية محليا. وفي ما يلي أهم هذه الجهود:

5-1-1- إنشاء اتحاد البورصات العربية (AFE) Arab Federation of Exchanges: يعد إنشاء اتحاد البورصات العربية أول خطوات الربط بينها بغية بناء تكامل أسواق الأوراق المالية العربية، وستعرف من خلال هذا العنصر على نشأة ومراحل وجهود هذا الإتحاد:

5-1-1-1- نشأة وأعضاء الإتحاد: تنفيذا لتوصيات مؤتمر محافظي البنوك المركزية للدول العربية الذي عقد برعاية الأمانة العامة لجامعة الدول العربية في المملكة الأردنية الهاشمية في الفترة ما بين 19 و21 جوان 1978 المصادق عليها من قبل المجلس الاقتصادي لجامعة الدول العربية بقراره رقم 748، والمتضمن إنشاء جهاز توجيهي وترشيدي لأسواق الأوراق المالية العربية، بشكل

إتحاد، ويهدف تيسير تحقيق أهداف الإتحاد، أنشئ عام 1982 إتحاد عربي للبورصات باسم إتحاد البورصات العربية وفقا لهذا النظام ويتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة ويكون غير هادف للربح، تكون دولة لبنان مقرا لهذا الإتحاد ويجوز إنشاء مراكز فرعية له في الدول العربية،¹¹ وكانت بورصات عمان وبيروت والدار البيضاء وتونس هي أولى البورصات التي انضمت إلى الإتحاد، تلتها بسرعة معظم أسواق الأوراق المالية العربية المتبقية، ليصبح عددها 18 عضوا حتى نهاية عام 2016. والمتمثلة في:¹²

سوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX) ؛	سوق العراق للأوراق المالية (ISX) ؛
بورصة عمان (ASE) ؛	سوق الخرطوم للأوراق المالية (KHARTOUM) ؛
بورصة البحرين (BHB) ؛	سوق الكويت للأوراق المالية (KSE) ؛
بورصة بيروت (BSE) ؛	سوق المال الليبي (LSM) ؛
بورصة الدار البيضاء (CASA) ؛	سوق مسقط للأوراق المالية (MSM) ؛
سوق دمشق للأوراق المالية (DSE) ؛	بورصة فلسطين (PEX) ؛
سوق دبي المالي (DFM) ؛	بورصة قطر (QSE)
البورصة المصرية (EGX) ؛	السوق المالية السعودية (TADAWUL) ؛
سوق أربيل للأوراق المالية (ESX) (العراق)؛	بورصة تونس (BVMT) .

5-1-2-رسالة ورؤية الإتحاد: يهدف الإتحاد بوجه عام إلى تنسيق العمل بين أعضائه، وتيسير تبادل المعونة الفنية فيما بينهم، والمساهمة في تنسيق القوانين والأنظمة المعمول بها في هذا الميدان وتذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار العربي وتوسيع قاعدته وتنويع أدواته، تشجيع إدراج وتداول الأوراق المالية العربية، وتشجيع توظيف رؤوس الأموال العربية في مجالات التنمية المشتركة بالوطن العربي ولاسيما المشاريع المشتركة.

يقوم الإتحاد إسهاما منه في تحقيق أهدافه بإنجاز المهام التالية:¹³

- المساعدة في تطوير أعمال أسواق الأوراق المالية العربية والمقاصات وشركات الوساطة المالية ورفع كفاءة أداؤها محليا وعربيا؛
- إيجاد قنوات الاتصال بين أعضاء الإتحاد بما يتيح تبادل الخبرات الفنية بهدف تشجيع إدراج وتداول الأوراق المالية العربية وبالتالي تنمية أسواق الأوراق المالية العربية؛
- تشجيع الأسواق الأعضاء على الإدراج المشترك للشركات العربية لديها وتشجيع حرية تداول الأوراق المالية بين المواطنين العرب؛
- العمل على مواءمة الأنظمة المعمول بها في الأسواق الأعضاء من النواحي التشريعية والتقنية، توفير وتبادل البيانات والمعلومات بين أعضاء الإتحاد حول الشركات المصدرة والأوراق المالية المتداولة فيها وأسعارها؛
- العمل بالتعاون مع الأعضاء على نشر الوعي الادخاري والاستثماري بين المواطنين العرب، تقديم المساعدة الفنية للدول العربية التي ترغب بإنشاء أسواق أوراق مالية ومراكز للتسوية والتقاص والإيداع؛
- عقد برامج تدريبية متخصصة مما يساهم في رفع كفاءة العاملين في المؤسسات الأعضاء في الإتحاد، إضافة إلى تنظيم المؤتمرات المتخصصة، الإعداد أو المشاركة في الندوات العربية والعالمية ذات العلاقة بأعمال الإتحاد بصورة مباشرة أو بالتعاون مع الاتحادات والمنظمات العربية والدولية ذات العلاقة؛
- إصدار النشرات والمطبوعات الدورية التي تهدف إلى تقوية الروابط فيما بين الأعضاء للتعريف بأوجه نشاطات الإتحاد وفعاليتها في مختلف المجالات بما في ذلك إنشاء موقع إلكتروني للإتحاد؛
- حل المشاكل بين الأعضاء والقيام بدور التحكيم أو التوفيق بينهم عندما يطلب منه ذلك؛
- تشجيع أسواق الأعضاء على إيجاد الظروف المناسبة لتداول الأوراق المالية وإيجاد الضوابط التي تساعد على خلق سوق أوراق مالية مستمرة وحماية المستثمرين؛

-توحيد المصطلحات الفنية في مجال أسواق الأوراق المالية؛

-التعاون والتنسيق مع هيئات الأوراق المالية العربية والعالمية واتحاداتها؛

-التعاون والتنسيق مع أسواق الأوراق المالية العالمية واتحاداتها؛

-إنشاء قاعدة بيانات عن كافة أعضاء الإتحاد؛

-أية مهام أخرى يحددها مجلس للإتحاد في إطار أهدافه.

5-1-3- جهود الإتحاد في الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية: قسمت جهود إتحاد البورصات العربية في الربط بين

أسواق الأوراق المالية العربية إلى مرحلتين:

- **المرحلة الأولى:** امتدت هذه المرحلة من عام 1987 إلى عام 1992 وأعتد الإتحاد في هذه المرحلة على إتباع أسلوب تبادل تسجيل الأوراق المالية، غير أن نتائج الدراسات التي قام بها الإتحاد خلصت إلى صعوبة تطبيق هذا الأسلوب بين أسواق الأوراق المالية العربية نتيجة اختلاف شروط الإدراج وافتقار هذه الأسواق العربية لمؤسسات التفاض واختلاف درجة التطور بينها، إلا أن أهم أسباب فشل هذه التجربة هو الإبقاء على القوانين المقيدة لتملك الأجانب (من بينهم العرب) لأسهم الشركات الوطنية واشتراط الحصول على تراخيص لأجل التداول. وقد سادت في ذلك الوقت فكرة توحيد شروط إدراج الأوراق المالية داخل الأسواق العربية لتجاوز عائق اختلاف شروط الإدراج، حيث ركز الخبراء الذين تولوا هذه العملية على الاعتماد على المدخل القانوني، من خلال تنسيق اللوائح والتشريعات الخاصة بتنظيم عمليات التداول داخل الأسواق العربية حيث أجريت العديد من الدراسات لمقارنة قواعد الإدراج في أسواق الأوراق المالية العربية وتحديد أوجه التشابه فيما بينها واعتمد الإتحاد على نتائج دراساتهم في وضع قواعد إدراج مشتركة، إلا أن مسؤولي أسواق الأوراق المالية العربية فضلوا الإبقاء على الأنظمة الداخلية لأسواقهم ما أفشل هذه التجربة ودفع بالبحث عن أسلوب آخر للربط بين الأسواق العربية يكون قادرا على تجاوز العوائق التي أدت إلى فشل المرحلة الأولى؛¹⁴

- **المرحلة الثانية:** وشهدت تبني الدول العربية لآلية جديدة للربط بين أسواق الأوراق المالية العربية من خلال إبرام اتفاقيات ثنائية أو ثلاثية أو متعددة الأطراف، وفي هذا السياق جاء التوقيع على اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال بمصر في أبريل 1996، والتي انضمت إليه بورصة بيروت في مرحلة تالية، لتصبح اتفاقية ثلاثية تشرف على تنفيذها لجنة فنية ثلاثية وبمشاركة ممثل عن إتحاد البورصات العربية، وتم تدعيم هذا الاتفاق بتوقيع اتفاق للتعاون بين الوسطاء في أسواق الدول الثلاثة بداية عام 1997.

قد لوحظ أن الدول العربية الأخرى لم تنضم إلى هذا الاتفاق الثلاثي كما كان متوقعا، والذي كان ينظر إليه باعتباره نواة لقيام تكامل حقيقي بين الأسواق العربية، وفضلت الدخول في اتفاقيات ثنائية، ف وقعت كل من البحرين والكويت، البحرين وعمان، عمان والكويت اتفاقيات ثنائية للربط بينها، والتي تحولت إلى اتفاقيات ثلاثية بينها فيما بعد.¹⁵

حيث كشفت التقارير الصادرة عن إتحاد البورصات العربية عن استمرار أسواق الأوراق المالية العربية في محاولة تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد الاتفاقيات فيما بين العديد منها بغرض التعاون المشترك.¹⁶

لقد كان من المأمول أن تشكل هذه الاتفاقية اللبنة الأساسية والنواة لربط بين أسواق الأوراق المالية العربية خاصة أن معظم الاتفاقيات أبقى الباب مفتوحا أمام انضمام أسواق عربية أخرى، غير أن واقع الأمر أثبت غير ذلك فلم تزد أطراف هذه الاتفاقيات عن الثلاثة.¹⁷

وحول تقييم أثر الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية، وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان يؤكد الخبراء أنها كانت خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات، حيث لم يزد حجم التعاملات ولم يأت أحد من لبنان إلى مصر أو العكس، بل على العكس كان تواجد المستثمر السعودي في البورصة المصرية أو الكويتية أو اللبنانية أكبر من تواجد المستثمرين من الدول التي تم الربط بينها، وقد أظهرت هذه المرحلة من الربط ضرورة الحاجة إلى وجود شركة مقاصة لسرعة تسوية المعاملات بين هذه البورصات، وتقليل الانتقال الفعلي للأوراق المالية أو النقود؛ ولذلك كان لا بد من تدعيم عملية الربط بآليات أخرى.

5-1-4 آليات اتحاد البورصات العربية لدعم تكامل الأسواق العربية: قرر إتحاد البورصات العربية ضمن جهوده لإيجاد آليات تدعم عملية الربط والتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية، من خلال إنشاء:

- **شركة مقاصة عربية:** إن الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية ليس مجرد عملية فنية، وإنما المهم هو أن يكون لهذا الربط أثر فعلي على التعامل، بمعنى أنه بعد عملية الربط يستطيع المتعامل في السوق السعودية أن يتعامل على الأسهم التونسية من مكانه دون أن يعطي أمر الشراء أو البيع لسمسار في تونس، وكذلك أن يتم تحويل أو تسوية مقابل العمليات (استلام البائع للأموال والمشتري للأسهم والسندات) بسرعة لزيادة حجم التعاملات. ولذلك اتخذ اتحاد البورصات العربية قرارا بإنشاء أول شركة مقاصة عربية برأسمال 10 ملايين دولارا مقسمة على الدول الأعضاء مقرها في بيروت، وتختص هذه الشركة بتسوية التعاملات بين أسواق الأوراق المالية العربية من ناحية، وبينها وبين الأسواق العالمية من ناحية أخرى.

كما تهدف هذه الشركة إلى تشجيع انتقال رؤوس الأموال العربية بين الأسواق العربية بلا قيود وضمان تسوية حقوق المتعاملين فيها، ويعتبر إنشاء هذه الشركة بمثابة نقلة نوعية على صعيد العمل المشترك في مجال تكامل الأسواق العربية؛¹⁸

- **شبكة معلومات أسواق المال:** قام الإتحاد بخطوة أخرى تهدف للتغلب على ضعف حجم التعاملات عبر الحدود داخل الوطن العربي والذي يرجعه العديد من المحللين لنقص المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين حول الأسواق العربية، فقام الإتحاد بإنشاء شبكة معلومات أسواق المال عبر شبكة الإنترنت وتستخدم هذه الشبكة لتوحيد قاعدة المعلومات والبيانات وتسمح للمستثمرين العرب بمتابعة التداولات وحركة أسعار الأوراق المالية عبر كافة الأسواق العربية وقد بدأت هذه الشبكة عملها في 5 سبتمبر 2001. وتؤمن هذه الشبكة إمكانية الوصول إلى المعلومات بسهولة وتضم معلومات وبيانات حول حركة الأسعار ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية، إضافة لاعتبارها مرجعا للمعلومات بشأن الشركات المدرجة ومعلومات حول شروط ومتطلبات الإدراج في الأسواق العربية ومختلف الأنظمة واللوائح الداخلية ومن المنتظر أن تتبع هذه الخطوة بخطوات أخرى يجري حاليا تطويرها تتعلق بالربط بين الأسواق العربية من خلال شبكة اتصالات إلكترونية.¹⁹

- **إنشاء بورصة عربية موحدة:** وبدأت مع شهر سبتمبر 2004، حيث تم الاتفاق بين الدول العربية تنفيذ قرار مجلس إدارة إتحاد البورصات العربية في دورته الثانية والعشرين على تشغيل البورصة العربية الموحدة، وأخذت من القرية الذكية بمصر مقرا لها نظرا لتوافر البنية التحتية المؤهلة لاستيعاب هذه البورصة، وتم الاتفاق أيضا على معايير مهمة ودقيقة وضعتها اللجنة الفنية المعنية لإدراج الشركات بهذه البورصة. كما تم اختيار شركة مصر للمقاصة للقيام بدور المقاصة ومركز الإيداع للبورصة العربية وبنك HSBC كبنك للمقاصة، إذ أن له فروع في معظم الدول العربية بما يسهل تسوية المعاملات المالية بين المتعاملين العرب في الأسواق العربية في التوقيتات المحددة لها.

في يوم الأحد 6 فيفري عام 2005، حررت اتفاقية إنشاء وإدارة البورصة العربية بين اتحاد البورصات العربية كطرف أول وكل من شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي، وشركة المجموعة المالية "هيرمس Hermes"، وشركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي "كميفك Kmefic"، ومؤسسة الخليج للاستثمار (شركة مساهمة كويتية)، هذا بالإضافة لشركة OMX** المستشار الفني للمشروع، وقد تم إسناد الطرف الثاني مجتمعين مسئولية إدارة وتشغيل وتمويل البورصة العربية،

ويكون لهم كافة الشؤون المالية والإدارية والفنية اللازمة لتنفيذ المشروع لقاء حصولهم على جزء من مواردها على أن تكون شركة مصر للمقاصة ممثلاً لهم في علاقتهم بالطرف الأول باعتبارها مديراً فنياً للمشروع وذلك خلال فترة انتقالية مدتها عشر سنوات، تبدأ من تاريخ بدء التعامل في البورصة العربية. وقد أوضحت الاتفاقية أن البورصة العربية جهاز تابع لاتحاد البورصات العربية ومرتبطة به، ويعمل في إطاره وفقاً لأحكام النظام الأساسي للبورصة وأية قرارات تصدر من مجلس الاتحاد والأمين العام. ويكون للبورصة العربية لجنة عليا للإشراف والرقابة على أعمالها وفقاً للصلاحيات المنصوص عليها وتشكل هذه اللجنة من الأمين العام ورئيس الهيئة العامة لسوق المال بمصر، ورئيس الهيئة العامة لسوق المال بسوق المال بسلطنة عمان، وكان مقرراً للبورصة العربية الموحدة أن يبدأ تشغيلها في النصف الثاني من العام 2007 ولكن إلى الآن لم تتحول إلى كيان ملموس على أرض الواقع.²⁰

5-2- جهود صندوق النقد العربي (AMF) في دعم التكامل: سعى صندوق النقد العربي

منذ تأسيسه وبداية عمله إلى التعرف عن كثب على متطلبات التطوير والتكامل والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

5-2-1- نشأة الصندوق وأهدافه: صندوق النقد العربي مؤسسة مالية عربية إقليمية تأسست عام 1976، وبدأت في ممارسة نشاطها عام 1977، ويبلغ عدد الدول الأعضاء فيها 22 دولة عربية وهي الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، تونس، الجزائر، جيبوتي، السعودية، السودان، سوريا، الصومال، العراق، سلطنة عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، ليبيا، مصر، المغرب، موريتانيا، اليمن، جمهورية القمر.²¹ حيث يهدف الصندوق إلى المساهمة في تحقيق الأغراض الآتية:²²

- تصحيح الاختلال في موازين مدفوعات الدول الأعضاء؛

- العمل على إزالة القيود على المدفوعات الجارية بين الدول الأعضاء؛

- إرساء السياسات وأساليب التعاون النقدي العربي؛

- إبداء المشورة عند طلبها في ما يتصل بالسياسات الاستثمارية الخارجية؛

- تطوير أسواق الأوراق المالية العربية؛

- العمل على تهيئة الظروف المؤدية إلى إنشاء عملة عربية موحدة.

5-2-2- برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال تكامل أسواق الأوراق المالية العربية: أولى صندوق النقد العربي منذ

إنشائه أهمية خاصة للمساهمة في تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، استناداً إلى ما أولته اتفاقية إنشائه من مسؤوليات في هذا المجال، وانطلاقاً من الدور الهام الذي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها لمجالات الاستثمار المتنوعة وتوفير مصادر التمويل للمشروعات الاقتصادية المختلفة. ولتحقيق ذلك، سعى الصندوق لبذل الجهود على ثلاثة محاور:²³

- **المحور الأول:** يتعلق بالمعلومات والبيانات المتعلقة بأنشطة هذه الأسواق، ففي هذا المجال ونظراً لندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية عن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، أنشأ الصندوق قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لتقوم بجمع المعلومات والبيانات الرسمية والموثوقة عن أوضاع ونشاطات هذه الأسواق، ومعالجتها بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة ثم نشرها بصورة دورية ومنظمة، وعلى الرغم من أن العديد من المؤسسات العاملة على إدارة هذه الأسواق تصدر نشرات دورية قيمة، إلا أن بعض هذه النشرات محدودة التوزيع ولا يمكن مقارنة البيانات الواردة فيها، سواء فيما بينها أو مع مثيلاتها في الأسواق المالية الناشئة أو المتطورة. وفي ضوء ذلك، عمل الصندوق على إنشاء القاعدة لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

• المساعدة على تنمية الوعي الاستثماري العربي، والإعلام بنشاط أسواق الأوراق المالية العربية، وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية، ومجال لاستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعمليات تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام؛

• ضمان استمرارية النشر وتدفق المعلومات عن أوضاع ونشاط هذه الأسواق بصورة دورية ومنتظمة، وذلك بعد إعدادها على أسس موحدة لتيسير المقارنة بينها مع إجراء التحليلات المالية اللازمة واحتساب المؤشرات التي تبين اتجاهات التداول والأسعار في كل منها.

لقد انطلقت القاعدة في بداية عام 1995 بالتعاون مع ستة من أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وهي الأسواق في الأردن والبحرين وتونس وسلطنة عُمان والكويت والمغرب، ثم انضمت إليها الأسواق في السعودية ولبنان ومصر، وخلال الربع الأول من عام 2002 انضمت إلى القاعدة الأسواق في كل من أبو ظبي ودبي وقطر. ومنذ ذلك الوقت استمر الصندوق في إصدار النشرة الفصلية حول التطورات في الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، والتي تشمل تحليلات لأنشطة هذه الأسواق خلال الفترة المعنية وكذلك التطورات الاقتصادية ذات العلاقة بأنشطة هذه الأسواق، وفي سبيل التعريف بأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة بصورة أكبر، تضمنت النشرة منذ صدور عددها الأول، فصلا خاصا عن أحد هذه الأسواق يتناول نشأته وتطوره بما في ذلك المعلومات التي تتعلق بإجراءات الاستثمار في الأوراق المتداولة فيه لتكون بمثابة دليل للمستثمرين، وبعد استكمال هذه الفصول حول الأسواق المشاركة أصدر الصندوق عددا خاصا حول هذه الأسواق.

- أما المحور الثاني: فيتعلق بالأبحاث والدراسات والمسوحات الميدانية لأسواق الأوراق المالية العربية للتعرف على أوضاعها والخروج بتوصيات عملية لتطويرها وزيادة التنسيق فيما بينها. وفي هذا الصدد أجرى الصندوق بالتعاون مع بعض المؤسسات والخبرات العربية والأجنبية دراسات ومسوحات ميدانية في معظم الدول الأعضاء تم عرض نتائجها على الدول المعنية في حينه.

ويقوم الصندوق بإعداد الدراسات والأبحاث حول التطورات في هذه الأسواق بصورة مستمرة، كما يعمل على تنظيم الندوات والمؤتمرات المتعلقة بها والمشاركة فيها، وذلك من أجل زيادة الوعي بأهمية دور هذه الأسواق والبحث عن سبل تطويرها بما يتماشى مع المستجدات مع التغييرات المتواصلة في بيئة عملها.

- أما المحور الثالث: فيتعلق بتوفير المعونة الفنية اللازمة للدول الأعضاء لإنشاء وتطوير أسواقها ويأتي هذا الاهتمام ضمن برنامج تسهيل التصحيح الهيكلي الجديد الذي أقره مجلس محافظي الصندوق في عام 1997، بهدف توفير الدعم المالي والفني للدول الأعضاء ومساعدتها على ترسيخ وتعزيز مقومات الاستقرار الاقتصادي الكلي والانتقال إلى مرحلة متقدمة في مسيرة التصحيح الاقتصادي التي تتطلب تعميق وتعزيز الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي وقطاع مالية الحكومة.

ونتيجة لجهود الصندوق شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورا ملحوظا شمل جوانبها المختلفة بما في ذلك التنظيمية والتشريعية، أدت إلى إرساء بنية سليمة لهذه الأسواق يجري تطويرها بصورة منتظمة، ويمكن إيجاز هذه التطورات بما يلي:²⁴

• تعزيز الدور الرقابي للسوق من خلال اتجاه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص؛

• تعزيز مبادئ الشفافية والإفصاح، وفي هذا الصدد أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتواءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر؛

• تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية، من خلال اتجاه معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من تقلبات الحادة؛

• تشجيع الاستثمار الأجنبي في معظم الدول العربية، حيث تم إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار، هدفت في مجملها إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق؛

- تعديل الأنظمة الضريبية للعديد من الدول العربية من خلال إدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة، بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى؛
- مكنة أنظمة التداول في معظم أسواق الأوراق المالية العربية من خلال اتخاذ خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين؛
- إبرام اتفاقيات التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية، حيث تمكنت الأسواق العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية. وتهدف هذه الاتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين الأسواق العربية فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات.

5-3- جهود اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية (UASA) في دعم التكامل: الاتحاد هو تجمع بين هيئات الأوراق المالية العربية، يساهم في تعزيز التنمية والتكامل الاقتصادي العربي، عن طريق السعي إلى تحقيق المواءمة والتوافق بين القوانين والأنظمة المطبقة في أسواق الأوراق المالية العربية.

5-3-1- نشأة الاتحاد وأهدافه: وفيما يلي بيان نشأة الإتحاد وأهدافه: ²⁵

تأسس اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية عام 2007 كمؤسسة تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة ولا يهدف للربح ومقره دولة الإمارات العربية المتحدة، ويضم الاتحاد في عضويته هيئات الأوراق المالية والجهات الرقابية على أسواق الأوراق المالية لخمسة عشرة دولة عربية حتى نهاية عام 2016. وهي:

- هيئة الأوراق المالية - الأردن؛
- هيئة الأوراق المالية والسبع - الإمارات؛
- هيئة السوق المالية - تونس؛
- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها - الجزائر؛
- هيئة السوق المالية - السعودية؛
- هيئة الأوراق والأسواق المالية - سوريا؛
- هيئة الأوراق المالية - العراق؛
- الهيئة العامة لسوق المال - عُمان؛
- هيئة سوق رأس المال - فلسطين؛
- هيئة قطر للأسواق المالية - قطر؛
- هيئة أسواق المال - الكويت؛
- هيئة الأوراق المالية - لبنان؛
- سوق المال الليبي - ليبيا؛
- الهيئة المغربية لسوق الرساميل - المغرب.

ويهدف الاتحاد من خلال إنشائه إلى:

- الارتقاء بالمستوى التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية بما يحقق العدالة والكفاءة والشفافية؛
 - العمل على توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات في أسواق الأوراق المالية العربية، فضلا عن التعاون والتنسيق المشترك بين أعضاء الاتحاد لتحقيق أقصى قدر من الانسجام والتوافق فيما يتعلق بالقوانين والأنظمة ذات العلاقة؛
 - كما يهدف الاتحاد إلى تذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، وتوسيع قاعدته وتنوع أدواته وتعميق ثقافة الاستثمار وكذلك تعميق مفاهيم الإفصاح والشفافية والحوكمة إضافة إلى تطبيق أفضل المعايير والممارسات الدولية.
- 5-3-2- برنامج عمل الإتحاد في مجال تكامل أسواق الأوراق المالية العربية: لقد راعت برامج الإتحاد تحديد الأهداف الإستراتيجية الأساسية له، من خلال دراسة أهم التحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية واحتياجاتها والعوامل المؤثرة**

فيها، مع الأخذ بنظر الاعتبار آراء أعضاء الاتحاد. وعلى العموم، فقد تم وضع خمسة محاور أساسية لتجسيد برامج عمل الاتحاد، تتمثل في:²⁶

– **المحور الأول: تعزيز التعاون والتواصل بين الهيئات أعضاء الاتحاد:** يستمد هذا المحور أهميته من خلال تفعيل الهدف الأساسي الذي من أجله وجد الاتحاد، وهو تعزيز التنسيق والتعاون بين الأعضاء لتحقيق أقصى قدر من الانسجام والتوافق إن كان بالنسبة للقوانين والأنظمة التي تعتمدها الدول الأعضاء أو بالنسبة لمعايير كفاءة وسلامة المعاملات في أسواق الأوراق المالية العربية والعمل على تنميتها؛

– **المحور الثاني: تعزيز دور وأنشطة الاتحاد على الصعيد الدولي:** مثل التعاون مع المنظمات والاتحادات العربية والدولية، ذات العلاقة بأسواق الأوراق المالية والرقابة عليها والعمل على تحقيق أكبر قدر من الانسجام في مواقف ووجهات نظر الأعضاء بهذه المحافل أحد أهداف الاتحاد، وذلك من خلال توسيع وتطوير وتمتين علاقات الاتحاد مع المنظمات الإقليمية والدولية، بهدف الاستفادة من التجارب والخبرات الدولية في المجالات المختلفة ومواكبة آخر التطورات بالأسواق المالية، بالإضافة إلى دعم مواقف الأعضاء في المنظمات الدولية؛

– **المحور الثالث: الانسجام والتقارب بين تشريعات الدول الأعضاء وأنظمتها:** ضمن هذا الإطار، يعمل الاتحاد على بعض الأهداف الإستراتيجية ومنها وضع عدد من القواعد المتعلقة بالإصدارات الأولية والإدراج ودليل استرشادي لحوكمة الشركات وقواعد عامة للإفصاح، بالإضافة إلى وضع دليل مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب وضوابط التعامل الداخلي وخاصة فيما يتعلق بتعاملات الأطراف ذوي العلاقة وتداولات الأشخاص؛

– **المحور الرابع: بناء القدرات الذاتية:** تعتبر تنمية المهارات الوظيفية للعاملين في الهيئات الرقابية العربية من أبرز أولويات الاتحاد مع التركيز بشكل خاص على الإنفاذ*** وإدارة المخاطر والحوكمة، من خلال التطوير المستمر للمعرفة والإدارة والمهارات والقدرات الفردية والمؤسسية الأخرى، مما يرفع من كفاءة المؤسسة ويساهم في دعم فعاليتها وتحقيق أهدافها بشكل أفضل وتعزيز الميزة التنافسية لهيئات الأوراق المالية أعضاء الاتحاد؛

– **المحور الخامس: توعية وتعليم المستثمر:** أصبحت الحاجة لتوعية المستثمر وتنقيفه ومحو الأمية المالية ذات أهمية كبيرة، نظرا للتطور الحاصل في أسواق الأوراق المالية والابتكار في المنتجات الاستثمارية التي أصبحت أكثر تعقيدا وتنوعا، بحيث أصبح من الصعب فهمها حتى من قبل الأفراد الملمين بالأمور المالية، مما يساعد على حماية الأفراد المستثمرين وتطوير الأسواق من خلال تعزيز ثقة المستثمرين بهذه الأسواق.

رغم كل الخطوات العربية في هذا الشأن، وتأكيد العديد من خبراء المال على أن تكامل أسواق الأوراق المالية العربية وإنشاء سوق عربية موحدة يحقق الكثير من المزايا للشركات والمستثمرين في كل أنحاء الوطن العربي، وفي مصلحة الاقتصاد العربي، ودعم وجذب الاستثمارات العربية بالخارج، كما أنها ستؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم المطروحة، واجتذاب شريحة أكبر من المستثمرين الإقليميين والدوليين، وتوفير التمويل للشركات المقيدة، وتوفير سيولة على الأوراق المالية المشكلة، إلا أن المشروع برمته جمد منذ فترة، نتيجة وجود بعض المعوقات التي حالت دون تحقق هذا الطموح العربي، وفي العنصر الموالي سنحاول التعرف على أهم هذه المعوقات.

المحور الثاني: معوقات تكامل أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات إنجاحه

سنحاول من خلال هذا المحور الحديث عن أهم المعوقات التي حالت دون نجاح تكامل أسواق الأوراق المالية العربية، ومن ثم سنحاول صياغة أهم متطلبات إنجاح هذا التكامل.

1- معوقات نجاح تكامل أسواق الأوراق المالية العربية: رغم المكاسب التي ستعود على الاقتصاديات العربية من قيام هذا التكامل، فإن هناك من المعوقات ما يقف حائلا دون قيام تكامل ناجح بين أسواق الأوراق المالية العربية. ويمكن إيجاز هذه المعوقات فيما يلي:²⁷

- اختلاف القوانين والتشريعات وأنظمة التداول والمقاصة والتسوية التي تحكم عمل أسواق الأوراق المالية العربية، وهو ما يعني ضرورة توحيد هذه القوانين والتشريعات والأنظمة في المقام الأول، واختلاف النظم والهيكل الاقتصادية العربية، وغياب الإرادة السياسية، إضافة إلى وجود اختلافات بين بعض الأنظمة العربية، وتفضيل بعض الدول العربية التعاون الثنائي أو شبه الإقليمي على حساب التعاون العربي المشترك، فضلا عن التبعية بصورة أو بأخرى للقوى الدولية؛

- تفاوت مستوى النمو الاقتصادي والثروات في الدول العربية، وكذلك تفاوت عمق تجارب هذه الدول في مجال أسواق الأوراق المالية، فما زال هناك أسواق مغلقة، لا تسمح لغير مواطنيها بتملك أسهمها، في حين أنه إذا لم يكن يوجد قيد متبادل للأسهم بين الأسواق العربية فلا مجال لقيام تكامل بينها؛

- عدم توافر الوعي الكافي لدى المستثمرين العرب بنظام القيد والتداول في أسواق الأوراق المالية المختلفة، وكذلك خوفهم من المخاطرة في ظل ضعف العديد من الأسواق العربية؛

- انخفاض رأسمال الشركات المصدرة للأسهم وضعف ملاءتها المالية مقارنة بما عليه الحال في الشركات الأجنبية الموجودة في أسواق الأوراق المالية العالمية، إضافة إلى انخفاض الملاءة المالية لشركات الوساطة في الأوراق المالية والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، رغم أهميتها لتبادل تنفيذ الصفقات بين المستثمرين في الدول العربية؛

- انخفاض حجم الاستثمارات العربية في أسواق الأوراق المالية، وعدم وجود عملة موحدة أو أسلوب نقدي موحد للتسوية، إضافة إلى ضعف أنظمة التحويلات البنكية بين البنوك العربية رغم أهمية ذلك لسرعة تحويل الأموال الناتجة عن صفقات الشراء والبيع في أسواق الأوراق المالية؛

- تدني مستوى التكنولوجيا وأنظمة الإعلام المطبقة في العديد من الدول العربية، مما يعيق من عملية الربط الآلي بين أسواق الأوراق المالية والشركات المنفذة لعمليات التداول؛

- تجاهل العديد من أسواق الأوراق المالية العربية لإمكانيات تنفيذ عمليات الشراء والبيع من خلال شبكة المعلومات الدولية للانترنت وإجراء التحويلات المالية من خلالها، رغم ما قد يمثله ذلك من حث المستثمرين العرب على إجراء تداول في أسواق دول أخرى كخطوة أولى للتكامل؛

- وضع عدد من الدول العربية معوقات أمام حركة رؤوس الأموال والاستثمارات الوافدة منها وإليها بشكل عام، إضافة إلى عدم ثقة كبار المستثمرين العرب وتخوفهم من استثمار أموالهم في الدول العربية، وتفضيلهم غالبا توجيه هذه الأموال للاستثمار خارج الدول العربية.

رغم المعوقات السابقة، إلا أن حلم تكامل أسواق الأوراق المالية العربية وإنشاء سوق عربية موحدة أضحى قريب المنال، كما أتت ضرورة اقتصادية هامة للدول العربية، خاصة في ظل العولمة الاقتصادية التي تعصف بحج صوصيات الدول، ويجعل من أسواق الدول العربية أسواقا منبعا تستطيع التصدي لكافة التقلبات التي تشهدها أسواق الأوراق المالية العالمية بين الحين والآخر، وآخرها الأزمة المالية العالمية 2008.

2- متطلبات إنجاز تكامل أسواق الأوراق المالية العربية: حتى يمكن أن يتحقق هذا التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية لابد من أن تقطع هذه الأخيرة شوطا كبيرا في عملية التطوير الذاتي -من خلال مرتكزات النمو المشتركة السالفة الذكر-، ومن ثم تتطلب عملية تفعيل التكامل بين الأسواق العربية توفر العديد من المتطلبات، أهمها:

2-1- توحيد التشريعات واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية: تشكل الاختلافات في الجانب التشريعي الموجود بين أسواق الأوراق المالية العربية عائق أمام عمليات التكامل، خاصة إذا تعلق الأمر بالاختلافات في تنظيم الأسواق وإدارتها ومتطلبات الإدراج والإفصاح وإجراءات التداول والتسعير وقد ساهم بلا شك اختلاف مستوى تطور أسواق الأوراق المالية العربية في زيادة صعوبة عملية الربط بينها، ورغم ذلك فقد حفز النجاح النسبي لبعض تجارب الربط بين الأسواق العربية خاصة منها التجربة المصرية والكويتية واللبنانية الخبراء لاستحداث أساليب جديدة لتحسين التداولات عبر الحدود، غير أن ذلك لا يعني من بذل المزيد من الجهود نحو التنسيق بين التشريعات والعمل على تطابق البنى التحتية، في هذا الإطار يجب دعم القوانين والتشريعات التي تسير عملية الربط بينها.

ويتألف الإطار التشريعي من قوانين وأنظمة سوق الأوراق المالية التي تضم مختلف القواعد الأساسية المتعلقة بإدارة السوق وأهدافها وتنظيمها المالي، وإجراءات التداول والتسعير، قوانين الشركات، قوانين الضرائب ومراجعة الحسابات والاستثمار الأجنبي، كما تحدد العلاقات وإجراءات التعامل داخل السوق ومتطلبات الإدراج والإفصاح.²⁸

2-2- وجوب انتشار شركات وساطة مالية إقليمية في الدول العربية: لسهولة التداول في أكثر من سوق عربية في آن واحد، يتطلب الأمر أن يكون لدى المستثمر حساب في إحدى شركات الوساطة المالية الإقليمية المتواجدة في أكثر من سوق مالي عربي، ويمكن للمستثمر المراقبة الفورية لحركة أسعار أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية عبر الموقع الإلكتروني لشركة الوساطة المالية، ومن ثم تداول الأسهم ببيعاً أو شراءً من خلال حسابه لدى شركات الوساطة المالية دون الحاجة للتعامل مع أكثر من شركة وساطة أو لفتح عدة حسابات.

وقد ظهرت مؤخراً بعض شركات الوساطة المالية الإقليمية في العالم العربي، وهي ذات ملاءة مالية وكفاءة مهنية عالية. فعلى سبيل المثال، شركة المجموعة المالية "هيرمس Hermes" ومقرها الرئيسي القاهرة، توفر لعملائها العديد من الخدمات المالية، ومنها التداول الإلكتروني للأوراق المالية عبر الإنترنت، فيمكن للعميل الاستعلام عن رصيده من الأسهم والنقد لدى الشركة والتداول بالبيع والشراء في كل من سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية، كما باشرت الشركة نشاطها في السوق السعودية للأسهم مطلع عام 2007، ومن المتوقع أن تبدأ شركة "هيرمس" التداول بسوق الدوحة للأوراق المالية، كذلك يمكن لعملاء شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي "Kmfefic" التداول الإلكتروني حالياً عبر الأسواق التالية، سوق الكويت للأوراق المالية، سوق دبي المالي، سوق أبو ظبي للأوراق المالية، سوق مسقط للأوراق المالية إضافة إلى السوق الأمريكية. وظهر مؤخراً العديد من الشركات العربية مثل "زاوية Zawya" في دبي و"مباشرة Mubasher" في المملكة العربية السعودية التي تقدم خدمات نشر المعلومات الفورية إلكترونياً للمستثمرين في الأسواق العربية، كما تصدر تقارير دورية لأداء الشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية العربية والقطاعات الاقتصادية، الاقتصادية العربية، ويمكن للمستثمرين الإطلاع على كافة التقارير والتحليلات المالية إلكترونياً.²⁹

2-3- إنشاء شركة موحدة للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي: لا يمكن بأي حال تصور ربط حقيقي بين أسواق الأوراق المالية العربية بدون تأسيس شركة مساهمة كبرى تشترك الدول العربية في رأس مالها، وتكون لها فروع في جميع الأسواق العربية ويمكن كمرحلة أولى توقيع اتفاقية التعاون بين شركات التقاص الموجودة حالياً في الأسواق العربية، على أن تتولى كل شركة فيما يخصها في إطار تسوية المعاملات في سوقها المحلي، ولن تكويفية الربط تامة بدون إيداع وحفظ مر كزي وليس من السهل تبادل الأوراق المالية المتداولة تبادلاً عينياً في عصر وسائل الاتصال الفضائية والرقمية.

ويجب أن يكون من أولويات الأسواق العربية إلغاء الوجود المادي للأوراق المالية، والاستعاضة عنها بقيود دفترية في ما يعرف بإزالة مادة الأوراق المالية (Dematerialization) لدى الحفظ المركزي، ومن الأفضل أن تتولى شركة واحدة سواء كانت محلية أو إقليمية القيام بهذه الخدمات مجتمعة، لأن ذلك يؤدي إلى سرعة عمليات التسوية ونقل الملكية والحفظ.³⁰

2-4- تفعيل حرية التداول الإقليمي في الأسواق العربية: من خلال توفير كامل الحرية للمستثمرين العرب بالتداول في كافة أسواق الأوراق المالية العربية، خاصة أنه رغم الإصلاحات التي تبنتها الأسواق العربية لازالت توجد منها أسواق تضع قيودا على التدفقات الرأسمالية العربية من خلال تسقيف حجم تملك الأجانب لأسهم شركات المساهمة المحلية دون التفرقة بين العرب والأجانب، حيث تتفاوت درجة الانفتاح على الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية ما بين الانفتاح المطلق الخالي من القيود، وبين نصف انفتاح وبشروط ونسب معينة.³¹ وفي هذا الصدد مثلاً أصدرت هيئة السوق المالية السعودية عام 2015 القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية، حيث لا تسمح القوانين المنصوص عليها لأي مؤسسة أجنبية بتملك أكثر من 5% من أي شركة سعودية سواء من خلال الاستثمار المباشر أو من خلال اتفاقيات المبادلة، أما النسبة المتاحة أمام الأجانب ككل في أي شركة فلن تتجاوز 20% ولكن هذه النسبة لا تشمل الاستثمارات طويلة الأجل من قبل شركاء مؤسسين أجانب، كما هو الحال مثلاً مع بتروباغ التي تمتلك فيها سوميتومو اليابانية حصة تأسيسية، في هذه الحالة فلن تتجاوز حصص الأجانب الإجمالية 49% أما بالنسبة للسوق ككل، فلن يسمح للأجانب بتملك أكثر من 10% من القيمة السوقية للأسهم المدرجة،³² حيث تسمح البحرين للأجانب ومن بينهم العرب بتملك 49% من أسهم شركات المساهمة المحلية، في حين يسمح للمستثمرين الخليجيين بتملك 100% من أسهم الشركات البحرينية، أما سلطنة عمان فيسمح للأجانب بالتملك حتى 70% لبعض الشركات، أما سوق الدوحة للأوراق المالية فإن القوانين تحدد سقف ملكية الأجانب بنحو 25%، وتسمح أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي (فيما عدا السوق السعودي) بإدراج أسهم الشركات الأجنبية وتسمح للأجانب المقيمين بها بأن يستثمروا في هذه الشركات حتى 100%، أما البورصة التونسية فجعلت نسبة تملك الأجانب بما فيهم العرب في حدود 50%، ولا يسمح بتجاوزها إلا بعد الحصول على ترخيص.³³

2-5- عمل خطة إعلامية لنشر الوعي الاستثماري: من خلال تعريف المستثمر العربي بفرص وإمكانيات مزايا الاستثمار المالي بين الدول العربية، ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة من خلال الوسائل التالية:³⁴

-الترويج للشركات المساهمة العربية من خلال تصميم موقع الكتروني لنشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء من قبل جمهور المستثمرين العرب، من خلال تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن أنشطة الشركات العربية وبصفة خاصة الميزانيات السنوية وجدول حسابات النتائج والتوزيعات وتقارير مجلس الإدارة؛

-إعداد تقارير موحدة عن أسواق الأوراق المالية العربية وكيفية التعامل فيها، يتم تدريسه في الجامعات، وإمداد الأساتذة بالدراسات والبحوث التي تعكس تطور هذه الأسواق، إقامة الندوات واللقاءات في أماكن التجمعات المختلفة، بما في ذلك تجمعات العرب في الخارج للتعريف بأهمية الاستثمار بالشركات العربية من خلال أسواق الأوراق المالية العربية، وصناديق الاستثمار العربية، وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعاتهم.

النتائج والتوصيات

قد برزت فكرة تكامل أسواق الأوراق المالية العربية بعد أن عجزت هذه الأخيرة عن تجاوز العوائق التي تواجهها منفردة، في الوقت الذي تتعرض فيه إلى منافسة شديدة من طرف أسواق الأوراق المالية المتطورة في الدول المتقدمة والتي تسعى إلى جذب المزيد من رؤوس الأموال العربية.

قد خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج، أهمها:

- بأن التكامل بين الأسواق العربية يعد أحد أهم الوسائل التي من شأنها النهوض بواقع أسواق الأوراق المالية العربية من خلال رفع قدراتها الاستيعابية وتوسيع قاعدة مستثمريها وزيادة فرص التنوع أمام المستثمرين وتطوير عملية تبادل المعلومات وتبني نظام حوكمة الشركات؛
- إن عودة الأموال العربية المهاجرة إلى أوطانها يستوجب توسيع الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية ولن يتأتى ذلك إلا بدعم التكامل بين هذه الأسواق العربية وتعزيز التعاون فيما بينها؛
- عرفت تجربة التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية مرحلتين مختلفتين:
 - * المرحلة الأولى تم فيها توجيه الجهود نحو عملية توحيد الأنظمة والقوانين واللوائح وسرعان ما فشلت هذه المرحلة نتيجة تفضيل السلطات القائمة على الأسواق العربية تطبيق أنظمتها ولوائحها المحلية؛
 - * أما المرحلة الثانية ركزت على تبني آلية جديدة للربط والتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية، من خلال إبرام اتفاقيات ثنائية أو ثلاثية أو متعددة الأطراف، منها على سبيل المثال اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة المصرية العامة لسوق المال في أبريل 1996، والتي انضمت إليه بورصة بيروت في مرحلة تالية؛ لتصبح اتفاقية ثلاثية تشرف على تنفيذها فليقة ثلاثية، وبمشاركة ممثل عن اتحاد البورصات، وتم تدعيم هذا الاتفاق بتوقيع اتفاق للتعاون بين الوسطاء في بورصات الدول الثلاث في بداية 1997، ولكن الملاحظ أن الدول الأخرى لم تنضم إلى هذا الاتفاق الثلاثي كما كان متوقعا، وفضلت الدخول في اتفاقيات ثنائية.
- إن مدخل التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية سيدعم مدخل التحرير التجاري لتحقيق التكامل الاقتصادي العربي من خلال توفيره للسيولة اللازمة، خاصة في ظل الإصلاحات العربية في مجال حركة رؤوس الأموال.
- أما التوصيات التي جاءت بها الدراسة لدعم وإنجاح عملية تكامل أسواق الأوراق المالية العربية، نوجزها في الآتي:
 - وجوب توحيد التشريعات واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية ويتألف الإطار التشريعي من قوانين وأنظمة سوق الأوراق المالية التي تضم مختلف القواعد الأساسية المتعلقة بإدارة السوق وأهدافها وتنظيمها المالي؛
 - وجوب انتشار شركات وساطة مالية إقليمية في الدول العربية لتسهيل عملية التداول في أكثر من سوق عربية في آن واحد؛
 - إنشاء شركة موحدة للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي ويجب أن تكون لها فروع في جميع الأسواق العربية، ويجب أن يكون من أولويات الأسواق العربية إلغاء الوجود المادي للأوراق المالية، والاستعاضة عنها بقيود دفترية في ما يعرف بإزالة مادية الأوراق المالية (Dematerialization) لدى الحفظ المركزي؛
 - تفعيل حرية التداول الإقليمي في الأسواق العربية من خلال توفير كامل الحرية للمستثمرين العرب بالتداول في كافة أسواق الأوراق المالية العربية؛
 - زيادة عمق الأسواق في الدول العربية من خلال تشجيع الشركات المساهمة العامة على إدراج أسهمها وكذلك تشجيع الشركات الخاصة على التحول إلى شركات مساهمة، وتشجيع قيام عمليات الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية وذلك لزيادة عمق وسيولة الأسواق العربية والأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float؛
 - عمل خطة إعلامية لنشر الوعي الاستثماري من خلال تعريف المستثمر العربي بفرص وإمكانيات مزايا الاستثمار المالي بين الدول العربية.

المراجع والهوامش

- 1- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم- سندات- وثائق- استثمار، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 27.
- 2- Peter Howells & Keith Bain , Financial Institutions Markets And money , 3rd edition , the Dryden press, USA, 1987 , P :36.
- 3- سليم الحسينية، مفاهيم معاصرة لتحديث الاقتصاد الوطني، منشورات وزارة الثقافة، سوريا، 2000، ص: 21.
- 4- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار بالأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 114 .
- 5- ناظم محمد أشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 1999، ص: 188.
- 6- بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي "دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، 2013/2012، ص: 115.
- 7- نفس المرجع، ص: 116.
- 8- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003، ص- ص: 240-235.
- 9- رشام كهيبة، واقع و آفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، 2009، ص، ص: 159، 158.
- 10- محمد بن ناصر الجديد، تكامل الأسواق المالية العربية، مقال بجريدة الاقتصادية، الشركة السعودية للأبحاث والتطوير، تم تصفحه بتاريخ 2017/07/25، على موقع الجريدة الالكترونية: http://www.aleqt.com/2007/02/16/article_7919.html
- 11- الموقع الالكتروني لاتحاد البورصات العربية، تم تصفحه بتاريخ 2017/05/10 <http://www.arab-exchanges.org/About-Us/History.aspx>
- 12- نفس المرجع على الصفحة: <http://www.arab-exchanges.org/Members/Exchanges.aspx>
- 13- نفس المرجع على الصفحة: <http://www.arab-exchanges.org /About-Us/Mission-Vision.aspx>
- 14- بالاعتماد على:
- بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص: 136؛
- سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، مصر، 2004، ص: 158.
- 15- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر التجارة العربية البنينة والتكامل الاقتصادي العربي، الجامعة الأردنية، الأردن، خلال الفترة 20-22 سبتمبر 2004، ص: 26.
- 16- للإطلاع على تفاصيل الاتفاقيات الحديثة بين أسواق الأوراق المالية العربية المبرمة، يرجى زيارة الموقع الالكتروني لاتحاد البورصات العربية قسم التعاون والاتفاقيات: <http://www.arab-exchanges.org/News/Cooperation-and-Agreements.aspx>
- 17- عبد الغني حريري، أحمد مداني، ربط الأسواق المالية العربية كآلية لتطويرها وزيادة درجة انفتاحها وعولمتها، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، يومي 12 و13 أكتوبر 2011، ص: 13.
- 18- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مرجع سبق ذكره، ص: 27.
- 19- بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص: 142؛
- *- HSBC : اختصار عبارة شركة هونغ كونغ وشنغهاي للخدمات المصرفية The Hongkong and Shanghai Banking Corporation هو عبارة عن اتحاد مجموعه كبيرة من البنوك واتلاف مع البنك البريطاني للشرق الأوسط الذي هو بنك مركزه لندن، بريطانيا. الفرع الأول له في البلاد العربية والشرق الأوسط كان في العاصمة اللبنانية، بيروت عام 1946. ثم انتشر في معظم الدول العربية.
- **- OMX: هي شركة سويدية متخصصة في إدارة وتملك البورصات العالمية وتقديم حلول تكنولوجية إلى العديد من البورصات الدولية.
- 20- أشرف محمد دوابة، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الجامعة الأردنية، عمان ، الأردن، 14، 15 أبريل 2009، ص: 27، 28.

- 21- الموقع الإلكتروني لصندوق النقد العربي، تم تصفحه بتاريخ 2017/06/12: <http://www.amf.org.ae/ar/aboutamf>
- 22- نفس المرجع.
- 23- الموقع الإلكتروني لصندوق النقد العربي، التعريف بأسواق المال العربية، تم تصفحه بتاريخ 2017/06/12: <http://www.amf.org.ae/ar/page>
- 24- صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، إصدارات الصندوق، الإمارات، 2003، ص-ص: 13-20.
- 25- الموقع الإلكتروني لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، نبذة وأعضاء الاتحاد، تم تصفحه بتاريخ 2017/07/12: http://www.uasa.ae/ar/introduction_uasa.aspx.
- 26- الموقع الإلكتروني لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، أخبار الاتحاد، تم تصفحه بتاريخ 2017/07/12: <http://www.uasa.ae/ar/topstortydetails.aspx?catid=40>
- وللمزيد حول تفاصيل الخطة الإستراتيجية لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية للأعوام 2016 - 2020، تصفح: <http://www.uasa.ae/ar/topstortydetails.aspx?catid=40#sthash.AvTQdUHH.dpuf>
- *** - الإنفاذ **Enforcement**: هو وظيفة تؤدّى لضمان وجود تبعات لأي انتهاك للقواعد وتشمل مجموعة من الأدوات المستخدمة لمعاقبة من يخل بالقوانين والأنظمة ولمنع حدوث تلك الانتهاكات في المستقبل. ووفقاً للمبادئ التوجيهية التي وضعتها الهيئة الأوروبية للأوراق المالية والأسواق بشأن إنفاذ معايير المعلومات المالىتيرفّ ف هذا الإنفاذ بأنه عملية تتمثل في فحص مدى امتثال المعلومات المالية لإطار الإبلاغ ذي الصلة، واتخاذ تدابير مناسبة عند اكتشاف حدوث مخالفات خلال عملية الإنفاذ وفقاً للقواعد المنطبقة بموجب التوجيه المتعلق بالشفافية، واتخاذ تدابير أخرى ذات صلة لأغراض الإنفاذ. -المصدر: أمانة الانكساد، الأسس الجوهرية للإبلاغ العالى الجودة من قبل الشركات:، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، جنيف، أكتوبر 2014، ص،ص: 6، 7.
- 27- أشرف مجّد دوابة، نحو سوق مالية عربية، ص، ص: 23، 24.
- 28- بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 149، 150.
- 29- بالاعتماد على:
- الاسكوا، الاستعراض السنوي للتطورات في مجال العولمة والتكامل الإقليمي في الدول العربية لعام 2007، الأمم المتحدة، نيويورك، 2007، ص،ص: 63، 64.
- الموقع الإلكتروني لشركة كميفك، تم تصفحه بتاريخ 2017/08/25: http://www.kmfic.com.kw/ar/departments.php?page_id=21
- 30- الشراح رمضان علي، استشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية في ضوء نشأتها وتطورها، مقال بمجلة آفاق اقتصادية، مركز البحوث والتوثيق باتحاد غرف التجارة والصناعة، المجلد 22، العدد 86، الإمارات، 2001، ص: 7.
- 31- بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص: 158.
- 32- مجلس هيئة السوق المالية، القرار رقم 1-42-2015 المتعلق بالقواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأسهم المدرجة، السعودية، 2015/5، ص: 22.
- 33- بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص: 158.
- 34- حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي، وزارة التجارة الخارجية والصناعات المصرية، مصر، 2006، ص، ص: 67، 68.