

شروط تكييف بورصات الأوراق المالية العربية مع المحيط الإقتصادي الدولي الجديد (دراسة آليات تجسيد التعاون بين البورصات العربية)

The Conditions of Establishing Arab Stock Exchanges with the New International Economic Environment

(The Ways of Achieving the Cooperation between Arab Stock Exchanges)

ط. د. بن شاعة نادية

مخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا

جامعة حسبية بن بوعلوي - الشلف - الجزائر

nadiabenchaa96@gmail.com

أ. د. راتول محمد

مخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا

جامعة حسبية بن بوعلوي - الشلف - الجزائر

ratoulmed@yahoo.fr

Abstract:

This research is summarized in an Introduction, five sections and a conclusion; The first section talks about , the different types of Cooperation between stock exchanges, and the international experiences, the second talks about the desired objectives of Cooperation between arab stock exchanges and the third section talks about the arab experiences, the fourth section talks about the different obstacles to achieve the cooperation between arab stock exchanges, the last one about the ways of achieving the cooperation between arab stock exchanges , the conclusion Include the results and recommendations.

Key words: Cooperation, stock exchanges, Arab stock exchanges.

مقدمة:

تأثرت بورصات الأوراق المالية تأثرا واضحا بالتطورات التي عرفتتها إقتصاديات الدول كالعولمة و التكتلات الإقتصادية فكانت هاتان الظاهرتان هما قوة الدفع لعملية التغير التي شهدتها تلك البورصات، فبسبب إتساع نطاق العولمة بادرت بورصات الأوراق المالية إلى مواكبة هذا التحول العالمي من خلال الإنخراط في عملية تغير متلاحق بمدف ترسيخ مركزها والتصدي للتحديات التي ولدتها العولمة و عليه شهدت بدورها تعديلات في بنيتها وتحالفات بين بعضها البعض. تكون هذه التحالفات في شكل إندماج أو إتحادات مختلفة المستويات، ومما لا شك فيه أن شكل التغير وقوته وسرعته وحجمه هي كلها أمور تعكس مستوى التقدم والتنظيم الذي تتمتع به أسواق الأوراق المالية من جهة ومستوى أداء إقتصاديات بلدانها من جهة أخرى.

من ناحية أخرى في عالم اليوم تسيطر الأسواق القوية الثلاثة ، وهي الأسواق الأمريكية، أسواق آسيا والأسواق الأوروبية، على الأسواق المالية العالمية. ومن حيث الجوانب الأساسية، تتمتع الأقاليم الثلاثة بنفس الوزن تقريبا، لذلك وحتى تتمكن أقاليم أخرى من الفوز بموطئ قدم بين تلك الأسواق التي تتميز بالتركيز والتكامل المتزايدين، عليها أن تكون تحالفاتها الخاصة وأن تسعى إلى توثيق عرى التعاون فيما بينها، و في هذا السياق شهدت بدايات عام 1998 بدء الخطوات الفعلية والعملية لإقامة منطقة التجارة الحرة العربية ولكن في رأي وفكر كبار الإقتصاديين يجب أن تقوم مثل هذه المنطقة على دعامة كبرى يجب ألا تتعافل عنها وهي إقامة السوق العربية للأوراق المالية لتكون بمثابة قوة الدفع الفعلي للتنفيذ العملي لمنطقة التجارة الحرة ومن هنا يحدث الانطلاق الحقيقي والتقدم السريع بل ويساعد على تخفيض الفترة الزمنية المقررة لها، وتكون بمثابة الوثبة الحقيقية لقيام سوق عربية مشتركة ، حيث يعتبر هدف قيام بورصة عربية للأوراق المالية في مقدمة الأهداف القابلة للتحقيق على أرض الواقع.

و على هذا الأساس سنحاول من خلال هذه الدراسة إستنتاج الآلية المناسبة للعمل العربي، و الأهداف المراد تحقيقها مع الإشارة إلى تجارب الربط بين البورصات التي قامت بها الدول العربية فيما بينها، كالربط الثنائي بين سوق الكويت للأوراق المالية و الهيئة العامة لسوق المال المصرية، و كذا الربط الثلاثي بين أسواق كل من (الكويت، مصر، لبنان)، وصولاً إلى مشروع البورصة العربية الموحدة، منطقتها، وظائفها، مراحل إنشائها و آفاقها، من خلال الإجابة على التساؤل التالي:

ما هي الأهداف التي يسعى التعاون العربي في مجال بورصات الأوراق المالية إلى بلوغها، وكيف يمكن تجسيد هذا التعاون على أرض الواقع؟

وهو التساؤل الذي حاولنا الإجابة عليه في المحاور التالية:

المحور الأول: نماذج الربط و التعاون بين البورصات؛ و التجارب الدولية في هذا المجال

المحور الثاني: أهداف التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية؛

المحور الثالث: التجارب العربية في التعاون بين بورصات الأوراق المالية؛

المحور الرابع: معوقات التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية؛

المحور الخامس: آليات تجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.

المحور الأول: نماذج الربط و التعاون بين البورصات؛ و التجارب الدولية في هذا المجال

يتم التعاون بين البورصات بعدة سبل ممكنة يتوقف الإختيار فيما بينها على مدى التجانس والإختلاف بين البورصات المراد الربط بينها، و في الوقت نفسه يعبر شكل الربط و تعدده عن مستوى التعاون بين هذه البورصات.

1. نماذج الربط بين بورصات الأوراق المالية:

فيما يلي مختلف نماذج الربط للتعاون بين بورصات الأوراق المالية:

1.1. الربط الحاسوبي للبورصات:

يقصد به ربط حواسيب البورصات عن طريق الشبكة القومية للمعلومات أو شبكات الهاتف، كما يمكن أيضا ربط تلك البورصات بشبكات معلومات دول أخرى إما بصفة مستمرة أو لعدد من الساعات اليومية.

ولتطبيق هذا النموذج يجب توفر طاقات معلوماتية في كل بورصة مع توفير الضمانات اللازمة لأمن المعلومات إضافة إلى:¹

- توحيد هندسة البرمجيات المطبقة في البورصة؛

- قاعدة بيانات نمطية بالبورصات؛

- المشاركة في الوقت الخاص بالربط مع شبكات المعلومات لخفض التكلفة.

2.1. الربط البريدي العاجل:

يمكن إستخدام البريد الإلكتروني و صناديق البريد الإلكتروني في ربط البورصات من خلال شبكة موحدة، خاصة إذا إستدعت الحاجة إلى تبادل صكوك مالية أو أوراق وعقود رسمية، ويستخدم في ذلك شركات TNT- Skypack، Ara Max، التي لها شبكات منتشرة في جميع أنحاء العالم.

3.1. الربط بالوسطاء الماليين:

يتم إختيار هذا النموذج في حالة وجود عدد من ممثلي البورصات العالمية مسجلين في البورصات و يسمح لهم بالتعامل فيها، و يعمل هؤلاء الوسطاء الماليون بالوكالة أو بالأجر و لهم دور هام في ربط أسواق الأوراق المالية.

4.1. الربط بالشركات المالية العالمية:

للربط بين بورصات الأوراق المالية بشكل غير مباشر يتم اللجوء إلى الشركات المالية العالمية التي لها مكاتب و فروع في الدول و المراكز المالية.

5.1. الربط بمحفظة الإستثمارات الدولية:

تعتمد على هذا النموذج الشركات متعددة الجنسيات و شركات الإستثمار الدولية و ذلك عند بناء محفظة الأوراق المالية المختلفة الجنسية و يعتمد لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية و بالتالي تغيير مكونات محفظة الإستثمار لضمانات أعلى عائد و أقل مخاطر مشتركة.

6.1. الربط بالسياسات المالية:

يمكن الربط بين بورصات الأوراق المالية عن طريق توحيد السياسات المالية بين هذه البورصات من حيث:

- سياسات الإقراض و الإقتراض؛
- سياسات الإستثمار؛
- قوانين الشركات المساهمة العامة؛
- شروط تسجيل الأوراق المالية في البورصة.

7.1. الربط التنظيمي:

حيث تعمل البورصات المستهدف ربطها على إستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مما يعني أن جميع الأنشطة و الإدارات و آليات التداول سوف تكون موحدة الأمر الذي يسهل الإتصالات التسويقية في تلك البورصات .

8.1. الربط التشريعي:

كما تقوم بعض بورصات الأوراق المالية الراغبة في الربط بتطبيق نفس التشريعات الإقتصادية و الإستثمارية و المالية مما يسهل تبادل التداول في الأوراق المالية .

9.1. الربط بالشركات المختلفة:

إذ تقوم مجموعة من الدول بإنشاء شركة مشتركة يكون لها فروع في مناطق جغرافية مختلفة مما يعني سهولة تسجيل أسهم و سندات هذه الشركة في أكثر من بورصة و بالتالي يكون لهذه الشركة دورا إستراتيجيا في ربط بورصات الأوراق المالية.

10.1. الربط المتكامل:

أين يتم ربط بورصات الأوراق المالية بأكثر من نموذج من النماذج السابقة الذكر ، فترتبط البورصات بالحواسيب الإلكترونية ، البريد السريع ، توحيد نظم التسجيل و التداول و الإفصاح المالي ، و الربط التنظيمي و التشريعي ، وتسخر لذلك الأقمار الصناعية للإتصالات و إستقبال المعلومات عن أسواق المال .

2. مستويات التعاون بين بورصات الأوراق المالية :

يمكن ربط بورصات الأوراق المالية بنموذج واحد أو أكثر من النماذج السابقة الذكر، وشكل الربط سواء كان نموذج واحد أو أكثر يعبر عن مستوى التعاون بين بورصات الأوراق المالية المربوطة، و مستويات التعاون هذه نذكرها فيما يلي من أكثرها تكاملا إلى أقلها تكاملا:

1.2. التعاون القائم على أساس تنسيق الأنظمة و توحيد معاملات المقاصة و التسوية:

يعتبر هذا المستوى من التعاون أكثر الأشكال تكاملا لربط بورصات الأوراق المالية، و هو ما يتطلب توحيداً و تنسيقاً واسع النطاق للتشريعات و القواعد و الأنظمة، من خلال توفير للمستثمرين و الشركات المدرجة للتداول العام من كل بلد من البلدان الأعضاء قواعد تداول موحدة، دفتر أوامر واحد لكل شركة مدرجة، غرفة مقاصة واحدة و نظام دفع و تسليم واحد و تداول الأسهم عادة من خلال الأنترنت، كما يوفر هذا الشكل من التكامل فرص وصول متساوية للمعلومات عن الشركات و أسعار الأسهم بلغات كل الدول الأعضاء إن كانت لغاتهم مختلفة.

2.2. التعاون القائم على أساس تيسير التبادل العابر للحدود:

تتاح بموجب هذا المستوى من التنسيق و التعاون للمستثمرين الأجانب إمكانية الوصول إلى الشركات المدرجة محليا، وعادة ما ترحب بورصات الأوراق المالية المتقدمة بالتداول العابر للحدود، الذي يجتذب أموال الإستثمارات من جميع أرجاء العالم، و يمكن للمستثمرين إعطاء أوامرهم من أي مكان، كما تنشر الصحف الدولية الكبرى معلومات عن الأوراق المالية تصل إلى أوسع قاعدة ممكنة من المستثمرين، إضافة إلى تشجيع إزالة القيود التشريعية على ملكية الأجانب للشركات المحلية.

يسمح هذا المستوى للوسطاء الأجانب بالعمل في بورصات الأوراق المالية المحلية من خلال مكاتب فرعية أو السماح لهم بالتعاون مع نظرائهم المحليين في إعطاء الأوامر بالنيابة عن المستثمرين، حيث تزيل التشريعات التي تسهل خدمات الوساطة العابرة للحدود الحاجة إلى إتصال المستثمرين بالوسطاء في كل سوق أجنبي و من ثم تنخفض تكاليف التداول العابر للحدود، و في هذا السياق تعتبر تكنولوجيا الإتصال الحديثة و الأنترنت ذات فائدة كبيرة، فباستخدام أحدث التكنولوجيات يمكن إقامة وصلات إلكترونية بين بورصات الأوراق المالية،

و مواقع إلكترونية توفر معلومات عن الشركات المدرجة، أسعار الأسهم و حركة المؤشرات.

3.2. التعاون القائم على أساس الإدراج المشترك للشركات:

و هو الشكل المستخدم في شتى أنحاء العالم، فمن جهة تفضل الشركات من الدول النامية الإدراج بصورة مشتركة داخل و خارج بلدانها أو مناطقها خاصة الإدراج المشترك مع سوق متطور، لأن ذلك لا يمكنها من جمع المزيد من رؤوس الأموال فحسب، ولكن يجعلها أيضا مضطرة إلى تحسين ممارستها التجارية، ومن جهة أخرى فإن بورصات الأوراق المالية التي ترغب في إقامة صلات أقوى مع بورصات الأوراق المالية الإقليمية أو العالمية و لكنها غير قادرة على تنسيق قواعدها و أنظمتها أو توحيد معاملات المقاصة بها مع البورصات الأخرى، يمكنها أيضا المشاركة في الترابط عن طريق السماح بالإدراج المشترك للشركات المقامة في الخارج.

يعتبر الإدراج المشترك أقل تكلفة من تنسيق الأنظمة و المعاملات المالية، و ذلك بالنظر إلى أن المتطلبات القانونية و التكنولوجية تكون أقل في حالة الإدراج المشترك من إنشاء منصة تداول مشتركة، إلا أن هذا الإدراج المشترك يمكن أن يثير بعض التحديات ذلك لأنه يتعين على الشركات أن تستثمر قدرا معينا من المال و الوقت في التعرف على متطلبات الإدراج في أكثر من بورصة واحدة و الإمتثال لها، إضافة إلى دفع رسوم إدراج متعددة، الأمر الذي لا يمكن أن يكون ممكنا عمليا بالنسبة للشركات المتوسطة الحجم أو الأعمال التجارية الإقليمية ذات الخبرة المحدودة ببورصات الأوراق المالية، أما الشركات الكبيرة فهي التي تستفيد أكثر الإستفادة من نظام الإدراج المشترك، و على الرغم من التكاليف المضافة فإن الإدراج في أكثر من بورصة واحدة في المنطقة يمكن أن يساعد الشركات على جمع رأس المال السهمي الذي قد لا يكون متاحا في السوق المحلية، كما يمكن أن يفيد الإدراج المشترك المستثمرين المحليين من خلال زيادة عمق السوق المحلية، و إمكانية الوصول إلى أسهم الشركات الأجنبية من خلال تزويدهم بمعلومات مالية متاحة فعليا عنها، و يمكن أن يجتذب الإدراج المشترك للشركات المحلية في خارج المنطقة أموال الإستثمارات العالمية، و في الوقت نفسه يمكن أن يضيف الإدراج المشترك للشركات الأجنبية في بورصات الأوراق المالية الوطنية و الإقليمية عمقا إلى السوق الناشئة.

3. التجارب الدولية في مجال ربط بورصات الأوراق المالية:

هناك إختلاف واسع بين ترتيبات و تجارب تعاون بورصات الأوراق المالية بين مختلف أنحاء العالم، و ذلك بغض النظر عما إذا كانت هذه البورصات متقدمة أو ناشئة، ومن أهم التجارب الدولية في هذا المجال:

1.3. التجارب القائمة على أساس تنسيق الأنظمة و توحيد المعاملات:

أعلنت كل من بورصة باريس و بروكسل و أمستردام رسميا في 20 مارس 2000 عن مشروع إندماج لإنشاء ما يعرف بـ EURONEXT NV لمواجهة عملة الأسواق²، هذا المشروع الذي مر بالعديد من المراحل حتى أصبح يعرف بـ إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية EURONEXT مركزه بروكسل، " و هو يضم أسواق الأوراق المالية و أسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا بموجب قرار الخدمات الإستثمارية الصادر عن الإتحاد الأوروبي، وهو يمثل الجسر الذي يربط بين المتعاملين في الأسواق الأوروبية المنظمة والمقننة من جهة، والسلطات، على مستوى الإتحاد الأوروبي، من جهة أخرى. وعضوية الإتحاد مفتوحة لكافة المؤسسات المنظمة والمقننة من بلدان الإتحاد الأوروبي والنرويج وأيسلندا وسويسرا إلى جانب البلدان التي تسعى للإنضمام إلى عضوية الإتحاد الأوروبي. وبالتالي، فإن الإتحاد مفتوح للمؤسسات الجديدة الخاضعة لأحكام الإتحاد الأوروبي فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية"³.

و يمثل الإتحاد 27 بورصة من مختلف أنحاء أوروبا بالإضافة إلى ست بورصات منتسبة وأربع بورصات مراسلة، حيث ينطبق وصف "البورصة المراسلة" على الأسواق الرئيسية غير المؤهلة بعد للحصول على صفة العضو المنتسب أو التي تنتمي إلى بلدان لم تدخل بعد في مرحلة المفاوضات الرسمية للإنضمام إلى عضوية الإتحاد الأوروبي وبالتالي فهو عبارة عن إتحاد مرن لأسواق الأوراق المالية.

والجدير بالذكر أن الإتحاد يضم كذلك أسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة و لا يقتصر على أسواق الأوراق المالية فحسب.

يعمل الإتحاد على تحقيق جملة من الأهداف أبرزها:

- تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأوروبية كأسواق منظمة للأوراق المالية؛
 - الإسهام في الإرتقاء ببورصات الأوراق المالية الأوروبية تحقيقاً لأهداف معاهدة روما وذلك من خلال التعاون في مجالات التعامل والمقاصة والتسوية والإيداع إلى جانب الأمور التنظيمية الأخرى؛
 - و يقيم الإتحاد علاقات تعاون مع منظمات دولية أخرى، وخصوصاً منها مؤسسات الإتحاد الأوروبي، ويمثل مصالح أعضائه في الأمور المتعلقة بصناعة الأسهم الأوروبية. وهو بذلك يعزز عملية التكامل التدريجي بين أسواق المال الأوروبية.
- حيث يمثل الإتحاد محفلاً تقوم من خلاله البورصات الأعضاء بمناقشة إحتياجات المتعاملين وسبل تلبيتها، ولا تنص اللائحة الداخلية للإتحاد على إجراء المناقشات فحسب، وإنما كذلك على ضرورة العمل المشترك من أجل إقامة البنى الأساسية اللازمة لخلق أسواق أوروبية فعالة. و الغرض الأساسي من تلك المناقشات والنشاطات هو الإسهام في إيجاد حلول مشتركة لمختلف المشاكل التي تعترض الدول الأعضاء.

ومن المهام المستمرة للإتحاد تمثيل بورصاته الأعضاء لدى مؤسسات الإتحاد الأوروبي، وخصوصاً منها اللجنة الأوروبية إضافة إلى أنه يدعم مشاريع ترمي إلى زيادة كفاءة بورصات الأوراق المالية في أوروبا، ومن بين تلك المشاريع ما يلي⁴:

أ - تنفيذ قرار الخدمات الإستثمارية الصادر عن الإتحاد الأوروبي:

ينص القرار، الذي يتم بموجبه منح "جواز السفر الأوروبي" لشركات الإستثمار المعتمدة، على إجراء تغييرات كبيرة في قوانين الأوراق المالية على المستوى الوطني. وبعد تنفيذه، تصبح البورصات جزءاً هاماً من الآلية التنظيمية. وتدرس البورصات، من خلال الإتحاد، سبل الإسهام في التنفيذ الفعال والمتناسق لهذا القرار.

ب - الربط بين أسواق الأوراق المالية:

إتفقت البورصات الأعضاء على ضرورة المضي قدماً في عملية التكامل بينها من خلال تأسيس الروابط الثنائية والإقليمية وتسهيل وتعزيز التعامل عبر الحدود. ويمثل الإتحاد المحفل الذي تتم فيه مناقشة إستراتيجيات ومناهج ذلك التكامل والإتفاق عليها.

ت - مساعدة البورصات الناشئة:

تحتاج المؤسسات المالية حديثة التأسيس في شرق ووسط أوروبا إلى الكثير من المساعدات العاجلة سواء في المجال الفني أو القانوني أو المهني. ويلعب الإتحاد دوراً حيوياً في تنسيق تقديم تلك المساعدات.

ث - الدراسات الإقتصادية:

يصدر الإتحاد شهرياً تقريراً إحصائياً حول نشاط البورصات الأعضاء، وهو بمثابة نقطة انطلاق لمن يريد متابعة الإتجاهات الأوروبية. وقد لعب الإتحاد دوراً ريادياً في إقامة معهد أسواق رأس المال الأوروبية الذي يجري دراسات مفصلة حول كفاءة تلك الأسواق.

ومن هذا المنطلق شهدت البورصات الأوروبية عملية تحول تم بموجبها إزالة الحواجز الإدارية التي كانت تعيق حركة معظمها وتخدم أهدافاً محلية أساساً، كما أصبحت عضوية الإتحاد متاحة للمؤسسات الوسيطة ذات الملكية الأجنبية وأصبحت هناك الكثير من الأوراق المالية متعددة التسجيل.

وأصبحت البورصات الأوروبية تعمل طوال اليوم بعد أن كان التعامل يقتصر على جلسات قصيرة وموحدة. زيادة على أنها تتميز بدرجة أعلى من الشفافية عن ذي قبل بفضل ما يتوفر لها من إمكانيات فنية متقدمة بما يجعلها إحدى أكثر الجهات إبتكاراً في مجال إستخدام تكنولوجيا المعلومات.

ومن ناحية أخرى، حملت الزيادة الكبيرة التي شهدتها عملياتنا المتاجرة والإستثمار عبر الحدود مخاطر إضافية على الأسواق مما دفع بالبورصات إلى تحسين إجراءات التعامل مع الطلبات الواردة وتنفيذ التعاملات التجارية من خلال تقصير فترات التسوية وإحكام تدابير السلامة.

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

2.3. التجارب القائمة على أساس تيسير الإستثمار الأجنبي و الإدراج المشترك للشركات :

- تعتبر بورصة لندن البورصة الأكثر طابعا دوليا، حيث أن الشركات المدرجة بها أكثر من 60 بلد.
- بورصة كوالالمبور في ماليزيا وبورصة سنغافورة لتداول الأوراق المالية المحدودة كانتا تتبدلان الإدراج المشترك للشركات المقامة في كل من هذين البلدين، ثم قامت معا بشطب هذه الشركات.

المحور الثاني: أهداف التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

عرفت الدول العربية إهتماما متزايدا في مجال إنشاء و تطوير بورصات الأوراق المالية و إمكانية التعاون بينها، و جاء هذا الإهتمام إنطلاقا من إيمان راسخ لدى هذه الدول بأن بورصات الأوراق المالية يمكن أن تساعد على زيادة النمو الإقتصادي، و التقليل من الإعتتماد على التمويل الخارجي بإعتبارها إحدى أهم القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية و توظيفها في المشاريع الإستثمارية، وفي الوقت نفسه فإن التعاون بين هذه البورصات و إنفتاحها على بعضها البعض له بالغ الأثر على تيسير حركة إنتقال رؤوس الأموال العربية و إستثمارها داخل المنطقة العربية.

1. على المستوى الإقليمي:

من هذه الزاوية يهدف التعاون بين بورصات الأوراق المالية إلى تحقيق جملة من الأهداف يمكن تصنيفها إلى مجموعتين، الأولى تتعلق بالجانب التقني و الثانية بالجانب التشريعي، و هو ما سنتعرض إليه فيما يلي.

1.1. الجانب التقني:

- تعتبر ثقة المستثمرين المطلب الأساسي للشركات سواء كانت شركات محلية صغيرة أو متعددة الجنسيات، لأن هذه الثقة هي التي يعتمدها المستثمرون كمعيار للإختيار بين الإستثمار في بورصة متقدمة أو بورصة عربية ناشئة للأوراق المالية، فيحاطر الفرد بشراء الأسهم عندما يتوقع أن تكون الأرباح عليها أعلى من الفوائد على السندات أو الحسابات في البنوك و هناك بعض المستثمرين يدرسون بأنفسهم الأوضاع لمعرفة المخاطر المرتبطة بالإشتراك في بورصات الأسهم، و عليه فإن الشركات التي تطبق المعايير المحاسبية الدولية السليمة و توضح عن جميع المعلومات المالية اللازمة إفصاحا كاملا تكون لها قدرة أكبر على إجتذاب الإستثمارات، يهدف ربط بورصات الأوراق المالية العربية إلى تمكين الشركات العربية من المنافسة بصورة فعالة و كسب ثقة المستثمرين من خلال توفير المعلومات الموثوق بها⁵ عن قيمة الشركات المدرجة و قدرتها على تحقيق الأرباح بإجبار الشركات المدرجة أو الطالبة للإدراج فيها أن توفر المعلومات العالية النوعية و الشاملة، المناسبة و اللازمة للمستثمرين⁶ بتوفير إمكانية وصول كاملة و عادلة للتقارير المالية و غير ذلك من البيانات و التحليلات ذات الصلة، و بصيغة أخرى يهدف التعاون إلى تحقيق و إستمرار الشفافية المالية للشركات لأن منافسة الشركات المدرجة في بورصات المنطقة لإجتذاب المستثمرين يجبرهم على توفير الإفصاح الكامل عن المعلومات الدقيقة، هذه المعلومات التي إذا لم تتوفر فإن أموال المستثمرين تتجه إلى أماكن أخرى.

- تعتمد الشركات العربية الصغيرة و المتوسطة على البنوك كمصدر رئيسي للتمويل، فمن زاوية التكلفة و على إعتبار أن تكلفة الحصول على الأموال تؤثر على القدرة التنافسية للشركات فإن خيار التمويل بالقروض عالي التكلفة و يمكن أن يعوض بالتمويل بالأسهم كبديل أقل تكلفة، و من زاوية أخرى فإن البلدان العربية تتبع مبادئ الشريعة الإسلامية التي تحرم التعامل بالفائدة و تشجع مبادئ المشاركة في الربح و الخسارة، و من هذا المنطلق يهدف التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية إلى توفير لشركات القطاع الخاص في الدول العربية مصادر تمويل أكثر فعالية من حيث تكلفة رأس المال المتاح لتنمية الأعمال التجارية و من حيث تقييدها بالروح الإسلامية.

- كما يهدف التعاون بين البورصات إلى تحسين صورة الشركات أمام الرأي العام لأن الإدراج يستدعي ضرورة أن تستوفي الشركات لمتطلبات الإدراج و الإفصاح مما يعزز ثقة المستثمرين و المستهلكين فيها و تصبح أكثر إجتذابا للموظفين و المديرين الرفيعي المستوى، أي أن إدراج الشركات للتداول العام هو شكل من أشكال الإعلان المجاني للشركات.

- تتميز بورصات الأوراق المالية العربية بإنخفاض أحجام التداول و نقص سيولة الأسهم و إنتشار ظاهرة الحيازة الطويلة للأوراق المالية و شيوع المستثمرين الفرديين، الأمر الذي يمكن إنساده إلى الإفتقار إلى الثقافة البورصية و التعامل بالأسهم و عليه فإن التعاون بين البورصات العربية يهدف إلى معالجة هذه الظاهرة من خلال وضع بورصات المنطقة في حالة منافسة من أجل زيادة المنتجات الإستثمارية و تنويعها لإجتذاب رؤوس الأموال.

2.1. الجانب التشريعي:

- من سمات بورصات الأوراق المالية العربية الحيازة الطويلة للأوراق المالية، هذه الظاهرة لا تنتج عن نقص شفافية الشركات وعدم الإفصاح عن المعلومات المالية على الوجه الكافي فحسب و لكن تنتج أيضا عن الضعف التنظيمي و القيود المفروضة على الإستثمار الأجنبي، لذلك من بين ما يسعى إليه التعاون بين بورصات الأوراق المالية فتح بورصات الأوراق المالية العربية أمام المستثمرين العرب و لما لا رأس المال العالمي بتوفير الضمانات للإستثمار و تحسين الشفافية و تطبيق المعايير الدولية للإفصاح المالي و ذلك من خلال قيام القطاع العام بمجموعة من الإصلاحات المالية.

- تستهدف إتفاقيات إنشاء منطقة التجارة الحرة العربية إزالة الحواجز التعريفية و غير التعريفية أمام التجارة فيما بين بلدان المنطقة في المنتجات الصناعية، ولا يشمل إتفاق إنشاء المنطقة الخدمات المالية أو أسواق المال و عليه لا يحتمل أن تؤثر التغيرات على الأسواق المالية أو التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية بصورة مباشرة، إلا أنه يمكن للتعاون بين البورصات من أن يوفر التمويل اللازم لزيادة النشاط الإقتصادي في البلدان العربية نتيجة تحرير التجارة الإقليمية.

2.2. على المستوى الدولي:

من المنظور الدولي هناك نقطتين أساسيتين، أولاهما التعاون بين بورصات الأوراق المالية كنواة للسوق العربية المشتركة و ثانيهما تحرير الخدمات المالية بموجب المنظمة العالمية للتجارة و التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.

1.2. التعاون بين بورصات الأوراق المالية كنواة للسوق العربية المشتركة:

تعتبر السوق المشتركة حلقة هامة في مسيرة الوحدة الإقتصادية، هذه الحلقة "التي لا تتطلب إلغاء القيود التجارية لإنتقال السلع فحسب، بل و القيود المفروضة على حركة عوامل الإنتاج، إن حرية إنتقال السلع و عوامل الإنتاج بين الأطراف المتعاقدة في سوق مشتركة سوف تسهم في التوزيع الأكفأ و الأمثل للموارد و التوازن بين قيمة عوامل الإنتاج"⁷.

أي إضافة إلى حرية إنتقال السلع و العمالة، فإن السوق المشتركة تسمح بحصول جميع المشروعات في الدول المتعاقدة على الإئتمان بشروط متساوية، و أن ينتقل رأس المال لأغراض التمويل و الإستثمار إلى الأقاليم التي يكون فيها العائد أعلى من غيرها، أي أنه لا وجود للسوق المشتركة بوجود تكامل بين أسواق السلع و العمالة و غيابها بين أسواق رؤوس الأموال.

ومن هذا المنطلق يهدف التعاون بين بورصات الأوراق المالية إلى تعزيز التكامل المالي بين الدول العربية، التكامل المالي الذي يعد عملا تكميليًا مهما لتكامل أسواق السلع و العمالة "و بما أن السوق المالية الإقليمية ماهي إلا جزء من البناء الفوقي للإقتصاد توفر عادة السيولة اللازمة للتبادل التجاري و العلاقات الإقتصادية بين الأقطار العربية و ما يمكن أن نطلق عليه إسم البناء التحتي، الذي يحدد بدوره شكل و درجة نمو البناء الفوقي، فإن مستوى تطور التجارة بين الدول العربية و مدى التنسيق بين خططها للإئتمان الإقتصادي يحددان إلى درجة كبيرة مدى نجاح الجهود الهادفة إلى تعزيز التكامل بين الأسواق المالية العربية"⁸.

2.2. تحرير الخدمات المالية بموجب المنظمة العالمية للتجارة و التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية:

تعتبر منظمة التجارة العالمية الإطار المؤسس التشريعي لقواعد التبادل بين أعضائها في جميع المجالات التجارية، سواء كان ذلك في تجارة السلع من زراعية وصناعية وتمثلها الإتفاقية العامة للتعريف الجمركية والتجارة GATT وتجارة الخدمات من أساسية وفرعية ممثلة بالإتفاقية العامة للتجارة والخدمات GATS وتجارة الأفكار الخاصة بحقوق الملكية الفكرية من أدبية وفنية وتقنية وتمثلها TRIPS .

تتألف المنظمة من 24 إتفاقية متعددة الأطراف إلترزم كل الأعضاء بـ 17 منها بينما إلترزم بعض الأعضاء بالسبع الأخرى. في هذه النقطة نركز على إتفاقية الخدمات (GATS) التي تشمل أسس التحرير التدريجي لخدمات موزعة على 12 قطاعا رئيسيا و 155 خدمة فرعية. و في ملحقتها المتعلقة بالخدمات المالية تشمل (GATS) عدة أنواع من الخدمات المالية، تشمل كافة الأنشطة العاملة في الأسواق المالية ذات الطابع التجاري القابلة للتداول، و التي لا تدخل ضمن وظائف الدولة الرئيسية، حيث يستبعد الإتفاق كافة نشاطات المصارف المركزية أو السلطات النقدية، وكذلك نشاطات صناديق الضمان الإجتماعي و صناديق التقاعد العامة، و أية

نشاطات أخرى تقوم بها أي مؤسسة عامة لحساب الحكومة أو بكفالتها أو بإستخدام الموارد المالية الحكومية، و من الخدمات المالية التي تضمنها الإتفاق ما يلي⁹:

- الخدمات المصرفية: الإقراض بأنواعه بما فيه الإستهلاكي و الإقراض مقابل رهون وغيره.
- جميع الخدمات المدفوعة و التمويل النقدي بما فيها بطاقات الإئتمان و الدفع و الخصم و الشيكات السياحية و الأوامر المصرفية، هذا إضافة إلى المتاجرة للذات، و لحساب العملاء في البورصة، و في كافة أدوات السوق المالية و أدوات سوق الصرف و سعر الفائدة، و كذلك خدمات المقاصة و التسوية للموجودات المالية.
- الأوراق المالية القابلة للتداول، و الأصول بما فيها السبائك، و المشاركة في إصدار مختلف أنواع السندات، و إدارة الأصول كالتقدي و محافظ الأوراق المالية، و صناديق الإستثمار الجماعي.
- كافة أنشطة التأمين المباشر بأنواعه، و إعادة التأمين و الوساطة في التأمين كالمسرة و الوكالة و الخدمات المساعدة الإستشارية.
- خدمات البحوث و الإستشارات المتعلقة بالإستثمار و تقديم المشورة بخصوص عمليات الشركات و إعادة هيكلتها و صياغة إستراتيجيتها.

كما تضمن الإتفاق محورا هاما تجسد في الإفصاح المالي و شفافيته، حيث أشار في المادة الثالثة منه على ضرورة تبادل الدول الأطراف لكافة المعلومات، و الإجراءات التطبيقية و القوانين و التشريعات، و مبادئ الرقابة و التوجهات الإدارية المتعلقة بالخدمات المالية ذات التأثير المباشر أو غير المباشر على تجارتها و ذلك بشكل فوري.

و من حيث تعامل الدول العربية مع الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات فهناك مجموعة من الدول التي لم تقدم إلتزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواقها المالية كالأردن، السعودية و عمان، و مجموعة أخرى من الدول قامت بتقديم إلتزامات محددة و تشمل هذه المجموعة كل من البحرين، مصر، الكويت، قطر، تونس، الإمارات، المغرب (أنظر الملحق رقم: جداول إلتزامات الدول العربية بموجب الإتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات).

و في ضوء الإلتزامات المحددة التي تقدمت بها بعض الدول العربية، فإن الآثار المترتبة عن تلك الإلتزامات تختلف باختلاف ظروف الدولة التي تقدمت بتلك الإلتزامات، و هي متباينة بين آثار إيجابية و أخرى سلبية.

فالمكاسب سوف تتحقق من الإستغلال الأمثل للموارد المالية و زيادة الكفاءة الإنتاجية و التوزيعية وذلك من خلال ترشيد توزيع هذه الموارد التي تمتلكها الدولة، دون إهمال المكاسب التي تنتج عن زيادة المنافسة، و التقدم التكنولوجي، و الأثر الإيجابي لزيادة الإنتاجية على معدلات الإيداع و الإستثمار، و ما يترتب على ذلك من آثار إيجابية على تجارة الخدمات المالية.

و في مقابل الإيجابيات التي سيوفرها إتفاق تجارة الخدمات (GATS) وملحقه الخاص بالخدمات المالية، فإنه من المتوقع أن تبرز بعض الآثار السلبية و التحديات على الساحة العربية جراء تطبيق هذا الإتفاق، و من هذه السلبيات¹⁰:

- التأثير على السياسات النقدية المحلية.
- مجابهة التكتلات المالية العالمية.

الأثر الأول ينجم عن كون السياسات الإئتمانية و الإستثمارية للشركات الأجنبية العاملة في الأسواق العربية في محيط متحرر من القيود المالية، هي من صنع المؤسسات المصرفية و المالية الأم و التي تقوم برسم السياسات العامة وفق أهداف دولها و ليس وفق أهداف الدول المضيفة.

ومن جهة أخرى تمت في الأسواق الدولية العديد من عمليات التكتل و الإندماج، و تم ظهور وحدات مالية عملاقة في الحين الذي تتميز فيه الأسواق العربية بالضعف و صغر الحجم، الأمر الذي يحد من قدرتها التنافسية و يجعلها أكثر عرضة لتقلبات الأسواق و الأزمات.

و تعتبر الإستفادة من المكاسب الإيجابية على أحسن وجه، و الحد قدر ما يمكن من الآثار السلبية لإتفاق تجارة الخدمات (GATS) وملحقه الخاص بالخدمات المالية، هي من الأهداف الرئيسية لتعزيز التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية و تدعيمه ليصل إلى مرحلة التكامل حتى يمكن سد ما يمكن سده من ثغرات يمكن للدول الأجنبية الدخول منها للأسواق العربية، و مثال ذلك " الشركات الكبرى التي تحتاج إلى رؤوس أموال لا يمكن لدولة عربية بمفردها توفيرها كشرركات المقاصة و التسوية و الحفظ التي

تعمل على المستوى القومي و شركات الترويج و ضمان تغطية الإكتتاب و شركات التأمين ضد مخاطر الأسواق و شركات رأس المال المخاطر و غيرها من الشركات العاملة في سوق رأس المال¹¹ لأنه وحتى الدول العربية التي لديها بورصات للأوراق المالية و لم تتقدم بالتزامات في إطار الإتفاقية مثل السوق السعودية لتداول الأسهم، قد تتأثر سلبيا نتيجة إنضمام الدول العربية الأخرى إلى هذه الإتفاقية و تقديمها لإلتزامات محددة بشأن بورصات الأوراق المالية القائمة فيها، وذلك يمكن أن يكون بطريقة غير مباشرة من خلال العوامل التالية:

- لن تحصل شركات هذه المجموعة على المزايا التي تحصل عليها الشركات الأجنبية في أسواق الدول العربية الأعضاء في (GATS)، و سيضعف هذا الوضع بدوره الموقف التنافسي لشركات دول هذه المجموعة إذا ما رغبت الدخول لأسواق الدول العربية الأعضاء في (GATS) و لن يتم تجاوز ذلك إلا بإنضمام دول هذه المجموعة إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات أو بدخولها في إطار إتفاق تكاملي مع الدول العربية الأعضاء في (GATS) حتى تتمكن من الحصول على معاملة ماثلة لتلك التي تحصل عليها الشركات الأجنبية.
- ستواجه بورصات الأوراق المالية في دول هذه المجموعة منافسة قوية من قبل بورصات الأوراق المالية للدول العربية المجاورة لها، مما يجبر دول هذه المجموعة على تقديم تسهيلات و تنازلات لا تقل عن تلك التي قدمتها الدول العربية المنضمة إلى (GATS).

المحور الثالث: التجارب العربية في التعاون بين بورصات الأوراق المالية

لقد خطت الدول العربية خطوات جادة في سبيل تطوير أسواق الأوراق المالية بها، علما تواكب التطورات الإقتصادية العالمية و النظم المتبعة في نظيراتها بالدول المتطورة، و من هذه التوجهات تأسيس إتحاد الأسواق المالية العربية و عقد عدة إتفاقيات بين هذه الأسواق، وهو ما سنتعرض إليه من خلال هذا البحث.

1. إتحاد أسواق المال العربية:

إتحاد أسواق المال العربية (إتحاد البورصات العربية سابقا) المنبثق عن جامعة الدول العربية، والذي إتخذ من بيروت مقرا له، ولكن الظروف الأليمة التي عصفت بلبنان حالت دون ذلك، مما إضطر الإتحاد لإتخاذ القاهرة مقرا له.

1.1. نشأة الإتحاد:

نشأ إتحاد البورصات العربية بتوصية من مؤتمر محافظي البنوك المركزية العربية، صادق عليها المجلس الإقتصادي العربي في سبتمبر 1978. وقامت الأمانة العامة لجامعة الدول العربية في العام 1981 بتوجيه الدعوة إلى رؤساء البورصات العربية التي كانت موجودة في تلك الفترة، للنظر في إنشاء إتحاد بينهم، بهدف تنسيق الجهود في إطار القوانين والأنظمة المعمول بها في هذا المجال، وتذليل الصعوبات التي تعترض الإستثمار العربي وتوسيع قاعدته، وتنويع أدواته وتشجيع إدراج وتبادل الأوراق المالية بين البورصات العربية الأعضاء في الإتحاد.

وقد عقد أول إجتماع لمجلس الإتحاد في تونس في جانفي 1982، حيث تم إعتماد النظام الأساسي وخطة عمل الأمانة العامة التي شكلت لتنفيذ قرارات المجلس.

بالرغم من قلة عدد الأعضاء، ركز الإتحاد خلال فترة الثمانينات جهوده على نشر الثقافة الإقتصادية المتعلقة بالأسواق المالية، كما عقد العديد من المؤتمرات والندوات بهدف التعريف بأهمية دور البورصات في التنمية الإقتصادية، وتشجيع إستثمار رؤوس الأموال العربية في الوطن العربي، ومعوقات إنتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية.

التحوّل الذي شهدته السياسة الإقتصادية في الدول العربية منذ بداية عقد التسعينات من القرن الماضي، والذي اعتمد على تشجيع وتنمية دور القطاع الخاص في التنمية الإقتصادية، استدعى إنشاء هيئات أسواق المال بهدف إعادة تنظيم سوق المال لتعبئة الموارد، وتنسيق الجهود في التنمية الإقتصادية. ولكي يواكب الإتحاد تلك التطورات ويزيد من فاعلية دوره، إتخذ في ديسمبر 1994 قرارا بتوسيع عضويته وتغيّرت تسميته من إتحاد البورصات العربية إلى إتحاد أسواق المال العربية. وقد أصبح يضم أعضاء عاملين (البورصات وهيئات أسواق المال) وآخرين منتسبين (شركات الوساطة وشركات المقاصة والمؤسسات المالية التي لها علاقة بالإتحاد)¹². في خلال فترة التسعينات قام الإتحاد بالعديد من الأنشطة وأهمها:

- عقد ملتقى الوسطاء في البورصات العربية 1999، 1995، كما عقد مؤتمرات حول ربط البورصات العربية والإستثمار؛
- سعى الإتحاد منذ العام 1996 إلى الربط بين الأسواق المالية العربية، حيث قام بالإشراف على إتفاقيات الربط الثلاثية التي عقدت بين الأسواق المالية العربية في كل من الكويت ومصر وبيروت، وأشرف أيضا على الإتفاقيات التي وقّعت بين شركات المقاصة في هذه الأسواق؛

- أقام الإتحاد في السنوات الأخيرة العديد من الدورات التدريبية للوسطاء والعاملين في الأسواق المالية العربية الأعضاء؛
- وحرصا منه على مواكبة التطورات والمستجدات في مجال الربط بين الأسواق المالية، فقد عمل على تأسيس مشروعين هامين هما من أهم الركائز التي يتعيّن توفيرها لقيام ربط بين الأسواق المالية العربية. المشروعين في مجالي التقاص وتوفير المعلومات ونشرها من خلال شبكة معلومات الأسواق المالية العربية والتي ستقوم بتزويد المتعاملين في البورصات العربية بالمعلومات الحية المباشرة وبالمعلومات التاريخية حول أسهم الشركات المسجلة فيها كافة، و تأسيس المؤسسة العربية للتقاص، بحيث أقر مجلس النواب اللبناني (باعتبار مقر الإتحاد في بيروت) بتاريخ 1999/10/26 القانون رقم 183 الذي نص على إنشاء هذه المؤسسة، بمبادرة كل من:¹³

- بورصة بيروت.

- شركة ميدكلير¹⁴.

- إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية.

- سوق الكويت للأوراق المالية.

- شركة مصر للمقاصة و التسوية والحفظ المركزي.

- الشركة الكويتية للمقاصة.

تكون الشركة بمثابة غرفة مقاصة مركزية عربية تتولى القيام بالمهام والعمليات الآتية¹⁵:

- عمليات التقاص بين الأسواق المالية العربية.

- عمليات التحويل والتسوية النقدية.

- فتح الحسابات بغرض الاستثمار في الصكوك والأدوات المالية المختلفة.

- تقبل إبداعات الصكوك والأدوات المالية المختلفة المدرجة في الأسواق العربية.

- دعم إنشاء غرف للتقاص في الأسواق العربية وتطوير القائم منها.

- تنظيم عمليات إصدار الصكوك والأدوات المالية المختلفة وترويجها والاكنتاب فيها.

- تمثيل هيئات التقاص العربية في تعاملها مع هيئات التقاص الدولية.

- التنسيق بين هيئات التقاص العربية بما يساعدها على تأدية عملها محليا وخارجيا.

- المساعدة على قبول الإصدارات التي تتم بين الأسواق المالية العربية وإدارة العمليات الناتجة عنها والمساهمة في أية شركة أو

- مؤسسة تقوم بمهام مشابهة لمهامها.

- عمليات إقراض الصكوك والأدوات المالية.

- العمليات الائتمانية بصفة مؤتمن لصالح مساهمها وفقا للقواعد والأسس المحددة في القوانين المرعية.

تهدف المؤسسة بشكل رئيسي إلى تسهيل إنسياب رؤوس الأموال العربية بين الأسواق المالية، وزيادة فعالية وسرعة إجراءات التقاص، وضمان تسوية حقوق المتعاملين في هذه الأسواق. وقد وافق العديد من البورصات الأعضاء على الإنضمام إليها، "وحدد القانون رأسمال الشركة بما لا يقل عن خمسة ملايين دولار أميركي أو ما يعادل هذا المبلغ بالنقد الأجنبي"¹⁶.

2.1. دور الإتحاد في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية:

يعمل إتحاد أسواق المال على رفع مستوى التواصل بين البورصات العربية على الصعيدين التقني والتشريعي، و في هذا الصدد يمكن تقسيم دور الإتحاد في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية إلى مرحلتين:¹⁷

1.2.1. المرحلة الأولى:

إمتدت هذه المرحلة منذ عام 1987 و حتى عام 1992، و تركزت الجهود خلالها على تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات العربية بين بورصات الأوراق المالية الأعضاء. إلا أن الدراسات الفنية و القانونية، التي أعدتها الأمانة العامة للإتحاد بخصوص تبادل الأوراق المالية، قد أثبتت صعوبة تبادل التسجيل نظرا لإختلاف شروط الإدراج، و غياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على بورصة الأوراق المالية و المكملة لدور سوق رأس المال كمؤسسات التقاص و شركات الوساطة، و إختلاف مراحل التطور بين الأسواق المختلفة. وكذلك إختلاف القوانين المنظمة للإستثمار بين تلك الدول، و إقتصار حق تملك الأسهم على مواطني الدولة، فضلا عن شرط حصول الترخيص لغير المواطنين للتملك في حدود المسموح به من أسهم الشركات الوطنية، و القيود القانونية للتعامل بالأسهم، و إختلاف قوانين تنظيم الشركات و أسواق المال و الضرائب على أرباح القيم المنقولة أو الرقابة على الصرف مما يؤثر تأثيرا مباشرا على تبادل الأوراق المالية بين مختلف البورصات العربية.

و في ضوء هذه العقبات، و التي و قفت حائلا أمام تبادل قيد أسهم الشركات العربية بين البورصات أعضاء الإتحاد، و تجاوزا لمشاكل الإدراج بين البورصات، و حفاظا على إستقلالية كل بورصة في وضع قوانينها و أنظمتها، قدمت الأمانة العامة للإتحاد دراسة مقارنة بين شروط الإدراج في البورصات العربية لمحاولة إيجاد نقاط تقارب فيما بين هذه الشروط. و إستنادا لذلك تم وضع شروط عامة لإدراج الشركات في أكثر من سوق، إلا أن مسؤولي البورصات رأوا الإبقاء على الشروط المستقلة لكل بورصة و تعميم الدراسة على الأسواق المالية العربية لتتطلع عليها الشركات الراغبة في إدراج أسهمها.

2.2.1. المرحلة الثانية:

بذلت جهود كثيرة و متنوعة لإنتهاج آلية جديدة يتسنى من خلالها للمستثمر العربي أن يمتلك و يتداول الأوراق المالية الصادرة و المسجلة في أي بورصة عربية أخرى بأقل جهد و تكلفة، و ما يميز هذه المرحلة أنها شهدت أول تجربة للربط بين بورصات الأوراق المالية العربية.

2. إتفاقيات الربط بين البورصات العربية:

من المبادرات التي إتخذتها بعض الدول العربية لتحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية فيها الإتفاقيات الثنائية و الثلاثية التي نشير إليها فيما يلي:

1.2. الإتفاق الثلاثي بين مصر و الكويت و لبنان:

بفضل الجهود التي بذلها إتحاد البورصات العربية كانت أول تجربة للربط بين البورصات العربية هي إتفاقية التعاون الثنائي بين بورصة الكويت و مصر في أبريل 1996 ثم إنضمت إليها بورصة بيروت في سبتمبر من نفس العام. و حرصا على وضع إتفاقية التعاون الثلاثي موضع التنفيذ تم تشكيل لجنة مشتركة تضم ممثلين لأطراف الإتفاقية و إتحاد البورصات و هيئات أسواق المال العربية تكون مكلفة بوضع القواعد التنفيذية اللازمة لتحقيق أهداف الإتفاقية. و قد إجتمعت اللجنة خلال الفترة 23-25/10/1996 و قامت بمتابعة أعمالها وفقا للبرنامج التالي¹⁸:

- توقيع إتفاقيات التعاون بين شركات التقاص في الأسواق الثلاث: ميد كلير في لبنان، و الشركة الكويتية للمقاصة و شركة مصر للمقاصة بتاريخ 1996/10/24 في القاهرة، و التي تنص على أن تتولى جهات التقاص كل في نطاق إختصاصه لتسوية الإلتزامات الناشئة عن المعاملات التي تتم على الأوراق المالية المتداولة في كل من سوق الكويت للأوراق المالية و البورصات التي تشرف عليها الهيئة العامة لسوق المال بمصر و بورصة بيروت، كما توضح الإتفاقية القواعد و الأسس التي تنظم التعاون بين جهات التقاص، ثم تلى توقيع إتفاقية التقاص إجتماع في بيروت بين المسؤولين التنفيذيين لشركات التقاص الثلاث في شهر نوفمبر من عام 1996 بهدف وضع الإجراءات و القواعد التنفيذية لعمليات التقاص (الدفع و التسليم و التحويل) و ذلك وفقا للآلية التي تم الإتفاق عليها.

- تم الإتفاق خلال إجتماع مسؤولي شركات التقاص على أن تحدد العمولة للتعامل بين الوسطاء عبر الأسواق الثلاث إستثناءا عن التعاملات المحلية، حتى تكون عاملا مشجعا للوسطاء في خلق التدفقات الإستثمارية بين الأسواق الثلاث و تقديم المزيد من الخدمات للمستثمرين و الوفاء بمتطلباتهم، حيث يجب أن يتم إقتسامها بين الوسطاء أطراف الصفقة.

- توقيع إتفاقية التعاون بين الوسطاء، حيث تم إجتماع لهؤلاء الوسطاء المعتمدين في الأسواق الثلاث، من قبل شركات التقاص و ذلك لشرح دورة التعامل التي تم الإتفاق عليها للتنفيذ في الموعد المحدد من قبل المسؤولين في الأسواق الثلاث بتاريخ

1997/01/06 وكذلك لتحديد الإلتزامات المطلوبة منهم و علاقتهم مع بعضهم البعض و مع شركات التقاص المعنية

بهذا المشروع و لتحديد وكلائهم من كل بلد بعد توقيع إتفاقية التعاون بين الوسطاء.

دخلت الإتفاقية الثلاثية للتعاون بين بورصات الأوراق المالية في مصر و الكويت و لبنان حيز التنفيذ الفعلي في جانفي 1997، و قد شهدت الأشهر الخمسة التي تلت توقيع الإتفاقية إقبالا من المستثمرين يدعو للتفاؤل، إلا أنه بقي دون مستوى التوقعات حيث أن قيمة الصفقات التي تم إبرامها حتى شهر ماي 1997 لم تتجاوز 3.4 مليون جنيه مصري، و هذا الرقم لا يتناسب و إمكانيات البورصات الأطراف في الإتفاقية، التي بلغت القيمة الرأسمالية لها مجتمعة نحو 43 مليار دولار¹⁹

بعد خمس سنوات من بداية تطبيق إتفاقية الربط الثلاثي خضعت التجربة للتقييم والمتابعة لمعرفة أسباب تدني نتائجها في التطبيق وحسب معلومات الشركة الكويتية للمقاصة بلغ إجمالي قيمة الأسهم المتداولة بالجنيه المصري للفترة من العام 1997 حتى 10/3/2003 مبلغا قدره 75 مليارا و 242/470 مليون وبلغ عدد الصفقات للفترة ذاتها 653 صفقة أما الصفقات التي تمت بالدولار الأمريكي فقد بلغت 20 صفقة لنفس الفترة وبلغت قيمتها 320.89 ألف دولار²⁰.

أما الآثار التي نجمت عن الإتفاقية فيمكن إيجازها في ما يلي:

- توسيع القاعدة الإستثمارية للبورصات التي تم ربطها.
- تحرير حركة إنتقال رؤوس الأموال بين الأسواق الثلاثة، و تشجيع الإستثمار المشترك.
- تطوير العمل بتلك البورصات من خلال تبادل الخبرات الفنية و إستخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة.
- توسيع و تنويع قاعدة الأدوات الإستثمارية المتاحة أمام المستثمرين و إمكانية تطوير المزيد منها بما يتناسب و إحتياجات المستثمرين.
- أوجدت الإتفاقية تعاونا حقيقيا و فعالا بين شركات الوساطة العربية العاملة في البورصات الثلاث.
- ساهمت في تطوير مهنة الوساطة حتى تتمكن من تلبية إحتياجات المستثمرين في الأسواق الأخرى، و توفير المعلومات عن الشركات التي يرغب عملائهم في شراء أسهمها، حيث توجد فروع لشركات وساطة كويتية في البورصة المصرية و البورصة اللبنانية.
- وفرت الإتفاقية مجال للمستثمرين في هذه البورصات للإختيار بين الفرص الإستثمارية المتاحة مع ضمان حرية تحويل أموالهم بين البورصات الثلاث، و ضمان تسوية حقوقهم و إلتزاماتهم من خلال شركات المقاصة في الدول الثلاث دون حاجة للإنتقال إلى الدول الأخرى.
- كما فتحت الإتفاقية المجال أمام القطاع الخاص في هذه الدول للقيام بدور أكبر في تمويل التنمية الإقتصادية فيها من خلال تكوين شركات مشتركة برؤوس أموال ضخمة تطرح أسهمها في البورصات الثلاث.

2.2. إتفاقيات تبادل الإدراج:

إلى جانب الإتفاقية الثلاثية للتعاون بين بورصات الأوراق المالية في مصر و الكويت و لبنان، وجدت إتفاقيات لتبادل الإدراج بين الأردن و البحرين و عمان، و" في عام 1997 وقعت الكويت و البحرين إتفاقا ثنائيا بإنشاء نظام تسويات مشترك لتيسير المعاملات و خفض تكاليف الإستثمار، و هو يماثل الإتفاق الذي وقعته الكويت و لبنان مع مصر²¹، هذا و تتجه البورصات العربية التي توجد بها قيود على مشاركة المستثمرين الأجانب إلى زيادة الإفتتاح، مثل ما تلجأ إليه بعض الدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي بإزالة القيود على أسهم رأس المال التي يمتلكها مواطنوا دول المجلس و ذلك في سبيل إقامة السوق الخليجية الموحدة. كما تتفاوض دول المجلس الستة بشأن تشكيل إطار متعدد الأطراف لبورصات الأوراق المالية بها، من خلال توحيد التشريعات وأطر الشركات و ترتيبات التسوية و الإيداع و التحويلات فيما بين دول المجلس.

3. البورصة العربية الموحدة:

ونظرا لل صعوبات التي واجهت تطبيق تلك الإتفاقيات، وحرصا من الإتحاد على مواكبة التطورات والمستجدات في مجال الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية، ودعم أواصر التعاون بينها، وانفتاحها على بعضها البعض بإستخدام وسائل الإتصال الحديثة، تمهيدا لقيام كتل مالي عربي في هذا المجال، أسوة بالتكتلات المالية الإقليمية والدولية، فقد سعى لإنشاء عدة مشاريع على المستوى القومي تكون بمثابة الركائز الأولية التي يعتمد عليها في فتح بورصات الأوراق المالية العربية على بعضها البعض، كما ستساهم في تدليل

الصعوبات التي حالت دون إنتقال رؤوس الأموال بينها في الماضي ومن هذه المشاريع: المؤسسة العربية للتقاص ، الشبكة العربية للأسواق المالية و البورصة العربية الموحدة، هذه الأخير التي تناو لها من خلال هذا المطلب.

1.3. أهداف البورصة العربية الموحدة:

وافق مجلس الإتحاد على الدراسة التي أعدها الأمانة العامة بشأن إنشاء بورصة عربية لتداول الأسهم النشطة في بورصات الأوراق المالية العربية لتكون نواة لقيام تجمع مالي عربي يساعد في تحقيق²²:

- إقامة كيان مالي في المنطقة العربية، يكون قادرا على منافسة الكيانات الإقليمية الأخرى وعلى اجتذاب رؤوس الأموال العربية والأجنبية المستثمرة في الأسواق العالمية .
- التغلب على الصعوبات التي واجهت الإتحاد في الماضي، عند بحثه توحيد التشريعات والأنظمة المستخدمة في البورصات العربية لتبادل إدراج الأسهم بينها.
- الإستفادة من وسائل الإتصال الحديثة، خاصة في مجال الربط بين بورصات الأوراق المالية، لتطوير البورصات العربية بما يتلاءم مع مقتضيات العصر.
- إيجاد القناة المناسبة لفتح بورصات الأوراق المالية العربية على بعضها البعض أمام المستثمر العربي والأجنبي، لتكون نواة لقيام تكتل مالي عربي، يواجه التكتلات الإقليمية والدولية المماثلة.
- تنشيط وتطوير المؤسسات العاملة في الأسواق المالية العربية، وإيجاد التعاون بينها، بما يساعد على سهولة إنتقال رؤوس الأموال العربية بين الدول العربية بلا حواجز أو قيود.

وقد نصت المادة الثالثة من قرار مجلس إتحاد أسواق المال العربية والخاص بتحديد أهداف السوق العربية للأوراق المالية على النحو التالي:

- توسيع قاعدة التعامل في أسهم الشركات العربية عن طريق التعريف بها ونشر المعلومات اللازمة عنها وتسهيل تداولها.
- تحقيق التنسيق والتعامل بين الأنشطة المالية و الإقتصادية وحركة رؤوس الأموال العربية.
- تشجيع وتنمية الوعي الإستثماري العربي وتهيئة السبل أمام الإستثمار في الأوراق المالية العربية.
- توطين الإستثمارات العربية والإستفادة منها فيما يعود بالنفع عليها وعلى مواطني الدول العربية.
- حماية وضمان سلامة المعاملات التي تتم على أسهم الشركات المدرجة.
- تشجيع مواطني الدول العربية ومواطني الدول الأخرى على الإستثمار في أسهم الشركات العربية.
- توفير ونشر البيانات الدورية والسنوية التي تصدرها الشركات التي يتم إدراجها.
- تنمية وتطوير الدور الذي يقوم به وسطاء الأوراق المالية على المستوى العربي و الإرتقاء به إلى المستويات العالمية.
- إيجاد قنوات جديدة للتعامل في أسهم الشركات العربية من خلال وسطاء الأوراق المالية الذين يتم اعتمادهم.
- جذب الإستثمارات المالية العربية وغير العربية وفتح المجال أمامها للإستثمار في الأوراق المالية العربية.
- التعاون وتنمية الإتصالات مع بورصات وأسواق المال العربية والعالم.

2.3. إدارة البورصة و آلية عملها:

كما نص قرار مجلس إتحاد أسواق المال العربية على تفاصيل إدارة هذه البورصة وآلية العمل فيها وشكل لذلك لجنة عليا تتولى الإشراف والرقابة على أعمالها والتأكد من أنها تدار لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها.

ويدير البورصة مجلس إدارة يشكل كل سنتين من الأمين العام للإتحاد وأربعة أعضاء يختارهم ممثلو البورصات والأسواق الموقعة على إتفاقية تأسيس البورصة.

وفوض القرار مجلس الإدارة الإختصاصات والصلاحيات اللازمة لإدارة السوق وعلى وجه الخصوص:

- شروط إدراج الشركات وتحديد رسوم الإدراج.

- وضع شروط قيد الوسطاء الذين يجوز لهم مزاولة أعمال الوساطة وتحديد رسوم القيد وعمولة التداول.
 - وضع القواعد التنظيمية للتعامل في أسهم الشركات المدرجة وكيفية الرقابة عليها.
 - تحديد قواعد وإجراءات التسوية والتقاص ونقل الملكية.
 - تحديد الإجراءات التي تتبع عند حدوث ظروف إستثنائية تهدد حسن سير العمل في السوق.
- كما تضمن القرار أحكاماً تتعلق بقيد الأوراق المالية في السوق وكذلك قيد الوسطاء وتداول الأوراق المالية، وميزانية السوق العربية وإيراداتها، كما خصص مادة لتسوية المنازعات والتحكيم.
- ولا شك أن قيام الإتحاد بتنفيذ هذا المشروع سيعد خطوة هامة على المستوى القومي، لأنه سيساهم في قيام علاقات مالية، وإرتباطات تعاقدية بين الكثير من المؤسسات المالية العربية، فضلاً عن المتعاملين والمستثمرين في بورصات الأوراق المالية العربية، مما يساهم في إيجاد النواة الأولى لقيام السوق المالية العربية.
- وقد جاءت هذه المشاريع إنسجاماً مع القرارات الإقتصادية التي إتخذها مؤتمر القمة العربية الذي عقد في عمان في مارس 2001 والتي كان من بينها الإسراع في تنسيق قواعد تنظيم عمليات الإدراج المشترك والتسوية والمقاصة من خلال إتفاقيات تعاون بين الأسواق المالية العربية، وتبادل المعلومات في الأسواق المالية للدول العربية بما يساعد على رفع كفاءتها.
- ومن الجدير بالذكر أن هذه هي المرة الأولى التي يتخذ فيها مؤتمر القمة العربي قراراً بهذا الشأن، وبهذا الشكل من التحديد والوضوح مما ألقى على عاتق الإتحاد القيام بمسئولية قومية كبيرة في هذا المجال، فالإتحاد لا يدخر وسعاً في القيام بهذا الدور، وفي مد العون إلى كافة المؤسسات الإقتصادية العربية التي تعمل على المستوى القومي، وفي مقدمتها إتحاد رجال الأعمال العرب لكي يكون هناك تعاون وثيق من أجل تحقيق الأهداف الإقتصادية المشتركة على المستوى القومي و تعزيز الدور التمويلي للبورصات العربية في التنمية الإقتصادية، والمساهمة في قيام نهضة إقتصادية عربية مشتركة.

المحور الرابع: معوقات التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

هناك العديد من المحددات التي حالت دون تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية أو تجسيد أي شكل من أشكال الربط فيما بينها، وإذا إستثنينا ضعف الإرادة السياسية، فإن المحددات تعزى إلى ثلاثة رئيسية²³: المحددات الإدارية و التشريعية، المحددات النقدية و المالية، المحددات البنوية.

1. المحددات الإدارية و التشريعية:

بهدف حماية المدخرات الوطنية من التسرب إلى الخارج، و الحيلولة دون سيطرة الأجانب على المشروعات الوطنية، و كذا تنظيم عمليات التداول و حماية المستثمرين من محاولات الغش و التلاعب، ودعم الثقة في السوق؛ تلجأ كثيراً من الدول إلى وضع في تشريعاتها و نظمها الإدارية و التنظيمية شروطاً تتعلق بالترخيص لإدراج الأوراق المالية الأجنبية و شروط تملك و حيازة غير المقيمين لأوراق الشركات الوطنية.

ومن الملاحظ أن القيود التشريعية و الإدارية في الأحكام و القواعد التي تنظم التعامل في بورصات الأوراق المالية العربية، مازالت تحول دون إيجاد قنوات إتصال بين هذه البورصات، و دون إمكانية تحقيق أي إنفتاح لهذه البورصات على بعضها البعض.

و معالجة الوضع و قبل التفكير في إقامة أي شكل من أشكال التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، يجب البدء في تعديل التشريعات و القوانين و النظم القطرية بما يسمح للشركات و الحكومات و المؤسسات و كذلك السماح للمواطنين العرب بحيازتها تطبيقاً لمبدأ المواطنة الإقتصادية العربية التي نص عليها ميثاق العمل الإقتصادي العربي.

2. المحددات النقدية و المالية:

و هي القيود التي تتعلق بالرقابة على النقد و أسعار صرف العملات التي تضعها السلطات النقدية، و ذلك بهدف حماية رصيد العملات الأجنبية من التسرب، و الحفاظ على رؤوس الأموال الوطنية النزوح إلى الخارج و معالجة الخلل في ميزان المدفوعات، دون إهمال القيود تفرضها السياسة المالية من ضرائب على الدخل و الأرباح.

و بسبب الأوضاع الاقتصادية التي تعيشها الدول العربية كتنامي العجز في موازين مدفوعاتها، و تدني نسبة ما لديها من النقد الأجنبي تلجأ هذه الدول و خاصة منها تلك المستوردة لرأس المال إلى فرض القيود على تحويل رؤوس الأموال، بينما تمثل حرية إنتقال رؤوس الأموال إحدى المقومات الأساسية لإيجاد قنوات الإتصال بين البورصات العربية للأوراق المالية.

تخطي هذه العقبة و تعزيز التعاون بين الدول العربية في مجال بورصات الأوراق المالية، لا يتطلب بالضرورة إلغاء قوانين الرقابة المعمول بها في هذه الدول بصفة تامة، و لكن بالإمكان تطبيق المعاملة التفضيلية داخل المجموعة العربية لأنواع معينة أو عمليات محددة من التحويلات الرأسمالية التي تقرها السلطات المختصة في الدول ذات النظم الرقابية، بما يتفق مع سياساتها و مصالحها الاقتصادية، و بما لا يؤدي إلى تسرب رؤوس أموالها إلى الخارج، وفي هذا السياق يجب معاملة المستثمرين العرب المعاملة المناسبة لتيسير نشاطهم، و ذلك بالسماح لهم بإدخال رؤوس أموالهم بعملة أجنبية قابلة للتحويل و فتح الحسابات بتلك العملات، كما يسمح بإعادة تحويل هذه الأرصدة مع فوائدها بالعملات الأجنبية، و رغم ما يمكن أن يسببه هذا الإجراء من عدم الإستقرار في أسعار صرف العملات العربية، و إتباع بعض الدول لأكثر من سعر صرف لعملتها، إلا أنه يمكن معالجة هذه الأوضاع من خلال إرساء قواعد التعاون النقدي العربي على أسس سليمة و متدرجة، تنطلق في المرحلة الأولى من إستخدام الدينار العربي الحسابي كوحدة حسابية تستند إلى سلة من العملات العربية، يتم إستخدامه في تقييم أصول المؤسسات المالية و الشركات العربية المشتركة.

أما فيما يتعلق بالسياسة المالية و ما تفرضه الدول من ضرائب و رسوم على الدخل و أرباح غير المقيمين فيمكن علاج ذلك فيما تعقده الدول من إتفاقات لتفادي الإزدواج الضريبي.

3. المحددات البنوية:

و هي تتعلق ببيكلة بورصات الأوراق المالية العربية و أوجه القصور العديدة التي تعاني منها سواء من ناحية التشريعات و النظم التي تحكم الإصدار و التداول أو من ناحية الخلل المؤسسي و إفتقار هذه البورصات إلى دور الوساطة المتخصصة و مؤسسات التسويق للأوراق المالية و صانعي الأسواق و بيوت المقاصة، أو من ناحية قلة الأدوات المالية الجيدة و الطلب عليها، و هي إعتبرات تحكم طبيعة بورصات الأوراق المالية العربية و تقف حجر عثرة أمام تطور هذه البورصات و إمكانيات إنفتاحها.

المحور الخامس: آليات تجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

لضمان تحقيق التعاون و التنسيق بين بورصات الأوراق المالية العربية لا بد من إعتقاد أسلوب التدرج المحلي، الأسلوب الذي يتطلب إتخاذ عدد من الإجراءات التنظيمية و التشريعية في كل مرحلة من مراحل هذا التعاون.

1. المرحلة التمهيديّة:

الخطوة الأولى في مسيرة التعاون المنشود بين بورصات الأوراق المالية العربية، لا تتطلب بالضرورة إتخاذ إجراءات قانونية تمس سيادة الدول، و لا حتى جزء من تلك السيادة و هي مجرد إجراءات تمهيدية و لكنها ضرورية لتلتزم بها الدول العربية بإشراف الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية كما يلي²⁴:

- توحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في لغة التعامل اليومي في البورصات العربية و إعتقاد اللغة العربية أساساً لذلك، من أجل تحقيق الهوية القومية و خلق لغة التفاهم المشترك. و يدعو إتحاد البورصات العربية إلى تشكيل لجنة مشتركة لخصر و تبويب المصطلحات و توحيدها في جميع البورصات القائمة.
- يضع الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية خطة للتعاون بين البورصات الأعضاء تقوم على أساس تبادل التجارب و الخبرات و تنظيم الدورات التدريبية لتعميق المفاهيم و تكوين الكوادر الوطنية الكفؤة التي تناط بها مهام إدارة البورصات.
- التعاون في مجال تقديم المساعدة الفنية و الخبرات القطرية للدول العربية الراغبة في إنشاء نواة لبورصات الأوراق المالية.
- عقد الندوات العلمية المتخصصة و الحلقات الدراسية و النقاشية لبحث المشاكل التي تعاني منها بورصات الأوراق المالية العربية و إيجاد الحلول العملية المناسبة لها.
- تقديم الدعم المادي و المعنوي للإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية و إقامة جهازه الفني و الإداري ليضطلع بالمهام المذكورة أعلاه، و تحقيق الأهداف التي أنشئ من أجلها.

- إرسال البعثات العلمية إلى الخارج للتدريب و الإطلاع على نظم العمل في البورصات العالمية، و تشجيع البحث العلمي في المعاهد و الجامعات العربية في مجال الأسواق المالية و إجراء الدراسات الميدانية لواقع الأسواق القائمة و مشاكلها و بحث سبل تذييلها.

2. مرحلة تنسيق التشريعات

المرحلة الثانية في سبيل تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية و تعزيزه، تتطلب توافر الإرادة السياسية و ذلك لكون هذه المرحلة تتعلق بالإجراءات التشريعية لإرساء قواعد التعاون المالي في إطار ربط البورصات العربية بعضها ببعض، و عليه لا بد من القيام بمجموعة من التدابير كما يلي:

1.2. المجموعة الأولى: تعديل و تطوير التشريعات القطرية التي تحكم نظم التعامل في البورصات العربية من أجل²⁵:

- تنظيم الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية العربية و خضوعها لقواعد موحدة.
- تنظيم تبادل هذه الإصدارات و تحديد شروط قيدها في الأسواق الثانوية المنظمة و الأسواق الموازية بما يتفق و السيادة القطرية.
- تحديد الأجهزة الرسمية المختصة بمراقبة الإصدارات التي يمكن تبادلها بين البورصات العربية.
- وضع الحدود الدنيا للبيانات الواجب الحصول عليها دورياً عن الشركات العربية المساهمة التي يجري التعامل بأوراقها في كل البورصات القائمة و تحديد نموذج النشرة الخاصة بإشهار المعلومات لمختلف البورصات العربية.
- تنظيم مهنة الوساطة في الأوراق المالية.

ومن أجل تيسير تداول الأوراق المالية في البورصات العربية، من الأفضل إستحداث نظام مشابه لنظام "إيصالات الإستلام الأوروبية" (CDR'S) الذي يتم بموجبه تبادل هذه الإيصالات بوصفها أداة تثبت إيداع الأسهم في البلد الذي ينشأ فيه السهم، بدلا من التبادل بالسهم نفسه في البورصات الأخرى، و تكون إيصالات الإستلام هذه مقومة بمختلف العملات العربية التي يتم فيها شراء الأسهم. و يجري التداول فيها بغير المقيمين فقط، و بالتالي تكون معفاة من الضرائب القطرية و تكون قابلة للتحويل من بلد عربي إلى آخر.

إلا أن الأهم من هذه التشريعات هو تحديد من يقوم بتنفيذها في كل بلد عربي، فتحديد الأجهزة المختصة التي تقوم بتطبيق هذه التشريعات تعتبر خطوة أساسية نحو ربط البورصات العربية مع بعضها البعض.

2.2. المجموعة الثانية: تنشيط دور المؤسسات المالية العربية في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

بإمكان الصناديق و المؤسسات المالية العربية من أن تؤدي دورا هاما في المساعدة بشكل مباشر في تغطية الفجوة القائمة بين المدخرين و المستثمرين عن طريق طرح سندات يسمح بالإكتتاب فيها للمؤسسات المالية من بنوك و شركات تأمين أو الأفراد، كما تستطيع هذه الصناديق ضمان أو تعهد إصدار سندات محلية، و الإكتتاب في المشروعات الإقتصادية ذات الطبيعة القومية أو القطرية بما يطرح من أوراقها، و ذلك وفقا لمواثيق إنشائها.

3.2. المجموعة الثالثة: إقامة شركات مساهمة عربية

وكانت المحاولة الأولى لقيام المشروعات و الشركات العربية المشتركة عام 1956 على مستوى الحكومات العربية، أما المحاولة الثانية فقد بدأت منذ عام 1982، أما على مستوى القطاع الخاص فقد إنبثق عن المؤتمر الأول و الثاني لرجال الأعمال و المستثمرين العرب شركتان مشتركتان هما الشركة العربية للإستثمار الزراعي و الشركة العربية للإستثمارات السمكية و قد طرحت الشركة الأولى أسهمها للإكتتاب العام فساهم فيها مستثمرون عرب من عدة دول عربية.

و في هذا المجال يجب وضع تشريع عربي موحد يعطي الشخصية العربية للشركة المشتركة التي تتم في إطار الدول العربية، لأن الوضع الحالي يفرض على كل شركة مساهمة جنسية بلد المقر و بالتالي تخضع لما تخضع له الشركات القطرية.

4.2. المجموعة الرابعة: تشجيع إقامة أجهزة إستثمار عربية

حتى تتمكن البورصات العربية من تأدية دورها في إطار التكامل المالي العربي، يقتضي الأمر إقامة أجهزة الإستثمار العربية المناسبة التي تقوم بالتعامل في الأوراق المالية ذات الطبيعة القومية.

5.2. المجموعة الخامسة: وضع إتفاقية لتجنب الإزدواج الضريبي

وعلى الرغم من إبرام إتفاقية من هذا النوع عام 1974 بين دول مجلس الوحدة الإقتصادية العربية فإن عدد الدول المنضمة إليها لم يتجاوز الأربعة، ومع ذلك يجب إعادة النظر في هذه الإتفاقية و تعديلها لأنها تركز فقط على الأرباح المحققة في كل بلد.

6.2. المجموعة السادسة: الحاجة إلى شبكة إتصالات متطورة

يتطلب التعامل في بورصات الأوراق المالية سرعة الإتصال و المعرفة، و عليه كلما كانت هناك شبكة إتصالات سريعة بين البلدان العربية وبينها و بين العالم الخارجي كلما تمتعت هذه البورصات بقدر من المرونة و الفاعلية . و في هذا الصدد يجب إنشاء مركز قومي للمعلومات المالية لدى الأجهزة العربية الأساسية كصندوق النقد العربي و الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية.

7.2. المجموعة السابعة: تطوير مهنة المحاسبة و المراجعة

إن مهمة المحاسبين و المراجعين هي إثبات الوضع المالي للشركات بدقة، و يعتبرون مسئولين عما يقدمونه من تقارير في هذا الشأن للجمعيات العمومية، أو أجهزة الرقابة على الشركات المساهمة، أو لبورصات الأوراق المالية المسجلة فيها هذه الشركات، الأمر الذي يقتضي وجود تشريع يحدد مؤهلات المحاسبين و المراجعين و قيدهم في سجلات.

3. المرحلة النهائية:

تفترض هذه المرحلة توافر خطة شمولية تكاملية يراد بها تحقيق و حدة إقتصادية و نقدية و خلق سيولة مالية مشتركة و ما يصحب ذلك من تحرير أنظمة الرقابة على النقد في الدول العربية و إنتقال رؤوس الأموال فيما بينها بحرية تامة، و عندئذ يكون في ميسور المواطنين العرب حيازة و تداول الأوراق المالية المحررة بالعملات الحرة. لعل تحرير أنظمة الرقابة على النقد سوف يزيل أكبر عقبة تحد من قيام سوق مالية عربية، لأنه ومن أساسيات قيام هذه الأخيرة إلغاء نظم الرقابة على النقد و إقامة منطقة عربية نقدية.

خاتمة:

عالجت الدراسة إشكالية تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، و بعد عرض نماذج الربط و التعاون بين البورصات؛ التجارب الدولية في هذا المجال و كذا أهداف التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية و التجارب العربية في المجال؛ مع الإشارة إلى المعوقات التي تحد من إقامة التعاون توصلنا إلى النتائج التالية:

1. في سبيل تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية لقد خطت هذه الدول خطوات جادة، عليها تواكب التطورات الإقتصادية العالمية و النظم المتبعة في نظيراتها بالدول المتطورة و من هذه التوجهات الربط بين البورصات العربية.
2. تأسيس إتحاد البورصات العربية الذي إرتبطت الغاية من تأسيسه بتطوير البورصات العربية و الربط بينها من أجل الوصول إلى آلية لتداول الأوراق المالية تمكن المستثمر العربي من إمتلاك و تداول الأوراق المالية الصادرة و المسجلة في أي بورصة عربية أخرى.
3. عقد عدة إتفاقيات بين بورصات الأوراق المالية العربية، و ما من شك أن قيام السوق المالية العربية المشتركة ستكون ثمرة إتفاقيات التعاون من شأنه خلق سوق عربية قادرة على جذب الإستثمارات الأجنبية من خارج الوطن العربي.
4. لضمان نجاح التجربة يجب أن يتم تحقيق الربط على أسس من التدرج و مراعاة لظروف كل بلد عربي على حده، كما ينبغي أن تضم الإتفاقيات في المرحلة الأولى الدول ذات الظروف الإقتصادية و النظم القانونية و المؤسسات المتشابهة على أن يتسع بعد ذلك ليشمل كافة الدول التي لديها بورصات منظمة للأوراق المالية.

كما نقدم الإقتراحات و التوصيات التالية:

1. السعي إلى تنسيق قواعد و أنظمة البورصات العربية و وفقا للمعايير الدولية.
2. مواصلة دعم تطوير المؤسسة العربية المشتركة للتسوية و المقاصة كآلية لتيسير التداول العابر للحدود.
3. توحيد المصطلحات المالية بين الدول العربية.
4. إعادة هيكلة القطاعات المصرفية.

5. تيسير المزيد من تطوير التداول الإلكتروني المحلي و اعتماد التداول الإلكتروني العابر للحدود.
6. ضمان الشفافية في النفاذ إلى التشريعات و الأنظمة الحكومية المعنية بالشركات و المستثمرين الأجانب و المحليين.
7. النهوض بالسياسات التي تعزز الإستقرار الكلي و في هذا السياق يجب إيلاء إهتمام خاص بأسعار الفائدة و سعر الصرف.
8. زيادة إستخدام الإدراج العام في الجهود الجارية لخصخصة الشركات المملوكة للدولة.
9. توفير مواد تثقيفية بشأن إستخدام بورصات الأوراق المالية لصالح الشركات الصغيرة و المتوسطة و ذات الملكية الأسرية.

الهوامش :

- ¹ - فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، طبعة 1999، ص: 172.
- ² Juliette PILVERDIER Le Marché boursier economica (paris) 2^e édition 2002 P 16.
- ³ **Présentation** http://www.bourse.be/editorial/wide/0,5371,1679_997839,00.html ,siteweb consulté le : 03/05/2010.
- ⁴ - محمد قمر الإسلام، ترجمة جلال شوشان و بدر الدين دبسي، تحالفات أسواق الأوراق المالية و السبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات، من الموقع الإلكتروني: http://www.arriyadh.com/Economic/LeftBar/Researches/1.doc_cvt.asp: 2010/06/02.
- ⁵ - نقصد هنا مسألة الثقة في دقة البيانات المالية للشركات حيث يمكن للشركات التلاعب بالبيانات، مثل الفصائح المحاسبية التي شهدتها العقد الأخير من القرن الماضي حتى في البورصات المتقدمة، ومن ذلك أظهر تحليل لكل شركة من الشركات المدرجة في مؤشر ستاندرد آند بورز (S & P500) أن الأرباح الفعلية للشركات كانت أقل بنسبة 18 من الأرباح المبلغلة للمساهمين عندما أجريت تسويات لممارسات حسابية مشكوك فيها.
- ⁶ - القدر الكافي من المعلومات الذي يؤدي إلى قرار إستثمار مناسب و مدروس.
- ⁷ - سليمان المنذري، الفرص الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية، مكتبة مدبولي، الطبعة الأولى، 1995، ص: 136.
- ⁸ - شذا جمال خطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، طابا بالتعاون مع اتحاد أسواق المال العربية، الطبعة الأولى، 2002، ص: 160.
- ⁹ - شذا جمال خطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 24.
- ¹⁰ - شذا جمال خطيب، المرجع السابق ص 133.
- ¹¹ محمود نحمده علي إبراهيم، التكامل الإقتصادي بين الدول العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد، جامعة عين شمس (مصر)، دفعة 2001، ص: 31.
- ¹² - جريدة الجيش اللبناني، اتحاد أسواق المال في لبنان يعيد لبيروت دورها الريادي في المنطقة، العدد 214 بتاريخ 2003/04/01.
- ¹³ - المادة 06 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26 .
- ¹⁴ - مركز حفظ و مقاصة الأوراق المالية للبنان و الشرق الأوسط، هي شركة مساهمة لبنانية، يساهم مصرف لبنان في رأسمالها، تأسست في بيروت عام 1994، و تقوم بدور الوديع المركزي للصكوك المالية و التقييم لديه أو المتداولة في الأسواق المالية المنظمة في لبنان.
- ¹⁵ - المادة رقم 02 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26.
- ¹⁶ - المادة رقم 03 من قانون إنشاء المؤسسة العربية للتقاص الصادر بتاريخ 1999/10/26.
- ¹⁷ - شذا جمال خطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 99.
- ¹⁸ - عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع و المستقبل في الأفنية الثالثة، مجموعة النيل العربية القاهرة (مصر)، الطبعة الأولى، 2003، ص: 243.
- ¹⁹ - شذا جمال خطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 103.
- ²⁰ - جريدة الأهرام الإقتصادي، العدد 126 بتاريخ 2004/02/09 من الموقع الإلكتروني: <http://ik.ahram.org.eg/ik/ahram/2004/2/9/barid0.htm> لوحظ يوم: 2010/10/06.
- ²¹ - اللجنة الإقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا، إستجابة للعولمة : ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك 2004، ص: 10.
- ²² - صعق عبد الله الرقيب، مشروع البورصة العربية، المتلقي السادس لمجتمع الأعمال العربي، دمشق، 27 - 29 أبريل 2002، من الموقع الإلكتروني: <http://fab-jo.org/doc.6/9.doc> لوحظ يوم: 2010/03/25.
- ²³ - سليمان المنذري، الفرص الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية، مرجع سبق ذكره ص: 151.
- ²⁴ - سليمان المنذري، الفرص الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 161.
- ²⁵ - سليمان المنذري، الفرص الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 162.