

Distr.  
GENERAL

E/ESCWA/GRID/2003/37  
7 October 2003  
ARABIC  
ORIGINAL: ENGLISH

اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا

استجابة للعولمة:  
ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل  
الإقليمي في منطقة الإسكوا



الأمم المتحدة  
نيويورك، ٢٠٠٤

لا تتطوي التسميات المستخدمة في هذا المنشور، ولا طريقة عرض المادة التي يتضمنها، على الإعراب عن أي رأي كان من جانب الأمانة العامة للأمم المتحدة بشأن المركز القانوني لأي بلد أو إقليم أو مدينة أو منطقة أو للسلطات القائمة فيها أو بشأن حدودها أو تخومها.

ولا ينطوي ذكر أسماء شركات ومنتجات تجارية على مصادقة الأمم المتحدة.

وتتألف رموز ووثائق الأمم المتحدة من حروف وأرقام. ويعني إيراد أحد هذه الرموز الإحالة إلى إحدى وثائق الأمم المتحدة.

04-0050

## تصدير

أعدت هذه الدراسة بناء على طلب الأعضاء الثلاثة عشر في اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، كجزء من برنامج عمل اللجنة لفترة السنتين ٢٠٠٢-٢٠٠٣. واستجابة لهذا الطلب، حددت القضايا والتحديات التي تواجه البلدان الأعضاء في الإسكوا بشأن ربط الأسواق الإقليمية للأوراق المالية، مع إيلاء اهتمام خاص لشتى التفاصيل التقنية على مستوى الشركات والمستويين التشريعي والتنظيمي والبنى التحتية الضرورية. وتشكل المعلومات الأساسية والتحليلات الواردة في هذه الدراسة الأساس لعدد من التوصيات المفيدة لتيسير تطوير وربط الأسواق المالية العربية الناشئة. واستعين بالسيد سليمان المنذري والسيد جورج عازر والسيدة أمل البشبيشي كخبراء استشاريين في إعداد هذه الدراسة.

---



## المحتويات

### الصفحة

ج	تصدير .....
ز	موجز تنفيذي .....
ك	ملاحظات توضيحية .....
١	أولاً- استعراض عام لأسواق الأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا .....
١	ألف- أسواق الأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا .....
٧	باء- ربط أسواق الأوراق المالية في منطقة الإسكوا .....
١٤	ثانياً- ربط الأسواق المالية والمتطلبات التقنية .....
١٤	ألف- تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط أسواق الأوراق المالية .....
٣٠	باء- الشروط الأساسية على مستوى الشركات والصناعة لربط أسواق الأوراق المالية .....
٤١	جيم- تجارب البلدان والمناطق الأخرى في ربط الأسواق المالية .....
٤٥	ثالثاً- ربط أسواق الأوراق المالية في منطقة الإسكوا: الفرص والتحديات .....
٤٧	ألف- على المستوى الإقليمي .....
٥٥	باء- على المستوى الدولي .....
٦٨	رابعاً- الاستنتاجات والتوصيات .....
٦٨	ألف- الاستنتاجات .....
٧٢	باء- التوصيات .....

### قائمة الجداول

٣	١- إجمالي القيمة السوقية للبورصات في البلدان الأعضاء في الإسكوا .....
٤	٢- الشركات المدرجة في البورصات في منطقة الإسكوا، حسب القطاع .....
٣٠	٣- الأوراق المالية المدرجة في بورصات عمان، وبيروت، والقاهرة والإسكندرية، حسب النوع .....
٣٦	٤- بورصتا القاهرة والإسكندرية: الشركات المدرجة في مؤشر الثلاثين .....
٦٠	٥- جدول التزامات البحرين بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات .....

المحتويات (تابع)

الصفحة

٦٢	٦- جدول التزامات الكويت بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات .....
٦٣	٧- جدول التزامات مصر بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات .....
٦٥	٨- جدول التزامات قطر بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات .....
٦٥	٩- جدول التزامات الإمارات العربية المتحدة بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات .....
٦٦	١٠- جدول التزامات الأردن بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات .....
٦٧	١١- جدول التزامات عُمان بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات .....
١٣	الشكل- مثال لآلية فعالة للتداول الإلكتروني العابر للحدود .....
٧٣	المراجع .....

## موجز تنفيذي

خلال عقد التسعينيات من القرن الماضي، انخفضت نسبة الموارد الرأسمالية التي دخلت البلدان النامية في شكل مساعدة إنمائية رسمية انخفاضاً حاداً، حيث هبطت من ٥٦ في المائة من مجموع الموارد الإنمائية في عام ١٩٩٠ إلى ١٦ في المائة في عام ١٩٩٦. وعلى مدى الفترة ذاتها، ارتفعت نسبة رأس المال السهمي من ٣ في المائة من الموارد الإنمائية إلى ١٦ في المائة. وتتضح بصورة جلية الأهمية المتعاظمة للأسواق المالية الناشئة كقناة لتوفير الموارد الرأسمالية. وتتيح أسواق الأسهم الروابط الضرورية مع أسواق رأس المال الإقليمية والعالمية. وتساهم في حشد الموارد المالية المحلية ويمكن أن تجذب أموال المستثمرين الأجانب. وتُعجل الاستثمارات الإضافية، المحلية منها والأجنبية على السواء، النمو الاقتصادي والتنمية وتخفف من حدة البطالة والفقر. ويكتسي تطوير أسواق الأسهم أهمية خاصة للمنطقة العربية التي تتلقى أصغر نصيب للفرد من الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم، وتعاني من تدفق صاف للموارد الرأسمالية المحلية إلى الخارج. ولا غنى عن تطوير وربط الأسواق المالية الإقليمية بوصفها من أهم المتطلبات الأساسية لاستعادة رأس المال العربي إلى المنطقة واجتذاب الاستثمار الأجنبي والخبرة الإدارية والتكنولوجية.

وبلغ عدد الشركات المدرجة للتداول في أسواق الأوراق المالية لأعضاء اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)<sup>(١)</sup> ما مجموعه ٧٣٤ شركة وإجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق ٢٥٥ مليار دولار (في تموز/يوليو ٢٠٠٣). ويبلغ عدد الشركات المدرجة للتداول في بورصة نيويورك وحدها قرابة ٢٨٠٠ شركة وإجمالي قيمتها السوقية ١٣,٥ تريليون دولار. ويجتذب عمق وانفتاح وشفافية بورصة نيويورك وغيرها من الأسواق المالية المتقدمة المستثمرين من شتى أرجاء العالم. وتهيمن على الأسواق المالية الناشئة في منطقة الإسكوا شركات مالية وعقارية كبيرة واحتكارات ومؤسسات مملوكة للدولة، مع مستوى تمثيل منخفض بصورة غير متناسبة لقطاعات الاقتصاد الأخرى والأعمال التجارية الأسرية الملكية. وبحلول نهاية الثمانينيات من القرن الماضي، أقرت معظم البلدان الأعضاء في الإسكوا بالدور الهام الذي يمكن للسوق المالية أن تلعبه في مخططاتها للتنمية الاقتصادية. وحقق العديد منها، منذ ذلك الحين، خطوات هامة في تطوير أسواقها المحلية. بيد أنه في عصر ينتقل فيه العالم صوب تكامل مالي أكبر - وبخاصة مع التوقيع على الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات (الغاتس)، ولا سيما في ضوء التعديل الخامس له، الذي يدعو إلى التحرير المالي - لا تزال الأسواق المالية العربية تفتقر إلى روابط إقليمية هامة.

وتشمل الأسواق المالية الناشطة في منطقة الإسكوا سوق أبو ظبي للأوراق المالية وبورصة عمّان وسوق البحرين للأوراق المالية وبورصة بيروت وبورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وسوق الدوحة للأوراق المالية وسوق دبي المالي وسوق الكويت للأوراق المالية وسوق مسقط للأوراق المالية وسوق الأسهم السعودي. وعلقت سوق فلسطين للأوراق المالية العمليات في آذار/مارس ٢٠٠٢. وأغلقت بورصة بغداد في آذار/مارس ٢٠٠٣. وتنتظر الجمهورية العربية السورية في فتح سوق للأوراق المالية في عام ٢٠٠٤.

(١) الأعضاء الثلاثة عشر في اللجنة: الأردن، الإمارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، الجمهورية العربية السورية، السلطة الوطنية الفلسطينية، العراق، عمان، قطر، الكويت، لبنان، مصر، المملكة العربية السعودية، اليمن.

وبدأت الجهود المتعددة الأطراف في ربط أسواق الأوراق المالية في المنطقة بإنشاء اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية في عام ١٩٨٢. وقد أنشئ الاتحاد لتقديم المساعدة في تنظيم أسواق الأوراق المالية الأعضاء، وتشجيع تبادل الخبرة الفنية وغير ذلك من أشكال التنسيق، وتحديد وإزالة الحواجز القانونية التي تعوق تدفقات الاستثمار فيما بين البلدان العربية، وتيسير التجارة العابرة للحدود في الأوراق المالية العربية. واتخذت إجراءات بصدد الهدف الأخير من هذه الأهداف الأربعة من خلال إنشاء الاتحاد مؤسسية إقليمية للمقاصة والتسوية في عام ١٩٩٩ والشبكة العربية للأسواق المالية في أيلول/سبتمبر ٢٠٠١. وتساعد الشبكة، من خلال موقعها الإلكتروني، في زيادة الشفافية المالية بين الأسواق العربية للأوراق المالية. كما أنها في سبيلها إلى تطوير بورصة ظاهرية تدمج الوصلات البينية الإلكترونية بين الوسطاء و أسواق الأوراق المالية الأعضاء لتيسير المعاملات العابرة للحدود فيما بين البلدان العربية. ووقعت سوق الكويت لأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال في مصر وبورصة بيروت اتفاقاً في منتصف التسعينيات من القرن الماضي أدى إلى إقامة أول شبكة ناجحة لأسواق الأوراق المالية في المنطقة. ونظم الاتفاق الذي دخل حيز النفاذ في كانون الثاني/يناير ١٩٩٧ عمليات المقاصة (التقاص) والتسوية في كل سوق، التي يسرها تطابق البني التحتية بين الكويت ولبنان ومصر. وشرعت البلدان الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي<sup>(٢)</sup> في اتخاذ بعض الخطوات صوب ربط أسواقها للأوراق المالية. فقد اجتمع رؤساء هذه الأسواق في آذار/مارس ٢٠٠٠ لمناقشة سبل توحيد التشريعات وأطر الشركات والتسويات والإيداعات والتحويلات. ويسرّت التجارة العابرة للحدود في منطقة الخليج من خلال تخفيف القيود على مستثمري المجلس في أسواق البحرين وعمان والكويت.

وتفتقر أسواق الأوراق المالية للبلدان الأعضاء في الإسكوا، شأنها شأن أسواق الأوراق المالية الناشئة الأخرى، إلى كثير من متطلبات النجاح، بما في ذلك السيولة والشفافية والمصادقية والإجراءات القانونية المناسبة وحماية المستثمرين وانخفاض تكاليف المعاملات. ولا غنى عن وجود بيئة قانونية واقتصادية واجتماعية ثقافية مستقرة وداعمة لتشجيع الاستثمار في الشركات المدرجة للتداول العام. وتوفر القوانين التي تحمي حقوق المستثمرين الثقة ومصادقية السوق. وقوانين الشركات هي أساس سوق الأوراق المالية. وعدم وجود أو قصور ممارسات مراجعة (تدقيق) الحسابات في بعض البلدان العربية، والافتقار إلى المعلومات المالية الدقيقة، والاختلافات في اللوائح التنفيذية المتعلقة بتدقيق الحسابات، تمثل جميعها عوامل تضعف أسواق الأوراق المالية في المنطقة.

وتشمل الهياكل الأساسية لأسواق الأوراق المالية نظام التداول والإيداع المركزي للأوراق المالية وقواعد المقاصة والتسوية. وأتاحت التكنولوجيا الحديثة سرعة نشر المعلومات من خلال الإنترنت، مما يسهم في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية. وتستخدم معظم الأسواق العربية تكنولوجيات المعلومات والاتصالات الجديدة، بما في ذلك التداول الإلكتروني لتلبية حاجات المستثمرين، حيث تتوفر لهم الوسائل الكفيلة بزيادة الشفافية وكفاءة السوق واختصار وقت إجراء المقاصة لمعاملات السوق. وعلى حين أحرز تقدم هام في كثير من المجالات، فإن بعض أسواق الأوراق المالية في المنطقة لا تزال يتأخر فيها إنجاز المقاصة والتسوية، مما يزيد من مخاطر الأوراق المالية بالنسبة للمستثمرين.

والأسواق المالية السليمة هي ناتج السياسات الاقتصادية الكلية السليمة. ذلك أن استقرار أسعار القطع الأجنبي يخفض مخاطر القطع الأجنبي، على اعتبار أن ذلك يمثل عنصراً أساسياً لجذب المستثمرين الأجانب. كما أن ارتفاع أسعار الفائدة على الصكوك المالية البديلة مثل السندات وأذون الخزانة يجعل أسواق الأسهم أقل جاذبية للمستثمرين. وينبغي للحكومات أن تستفيد على الوجه الأمثل من أسواق الأوراق

(٢) يشمل مجلس التعاون الخليجي الإمارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، عمان، قطر، الكويت، المملكة العربية السعودية.

المالية في المنطقة في جهودها الجارية للخصخصة، لفائدة الشركات المعنية وزيادة عمق السوق على السواء. وإذا أتيحت الإصدارات الأولية للجمهور لأسهم الشركات المملوكة للحكومات في أكثر من سوق عربية واحدة للأوراق المالية فإن ذلك سيعطي دفعة قوية لجهود ربط أسواق الأوراق المالية الإقليمية.

وعلى الصعيد الدولي، انضم سبعة من أعضاء الإسكوا الثلاثة عشر إلى منظمة التجارة العالمية وقطعت التزامات بتحرير قطاعات خدماتها المالية بما يتماشى مع قواعد ومبادئ الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات (الغاتس). وتتفاوت درجة تطوير النظام المالي بين الأعضاء في المنظمة. ومن الضروري أن يعتمد بعض الأعضاء في الإسكوا إلى إجراء إصلاحات داخلية قبل المشاركة بصورة تامة في إطار "الغاتس" المتعدد الأطراف، على حين يوجد أعضاء آخرون في مرحلة أكثر تقدماً، حيث يوفر إمكانية وصول مفتوح إلى الأسواق في قطاع الخدمات المالية.

ويعتمد نجاح سوق الأوراق المالية على الأصول الأساسية لصكوكها المالية المدرجة للتداول العام. ذلك أن الأوراق المالية تعكس، ضمن أمور أخرى، المكانة المالية للشركات المصدرة وأدائها، وإمكانات نموها وسيولتها وملاءتها وتوقعات المستثمرين بشأن نموها المالي، والتجاري. وتعتمد جاذبية الأوراق المالية للمستثمرين على المركز المالي للشركات المصدرة وآفاق نموها المرتقبة. ومن القضايا الشائكة التي تضعف تطوير أسواق الأوراق المالية العربية هي قضية عجز قطاع الشركات عن توفير معلومات وتحليلات مالية دقيقة وشفافة (الإفصاح الكامل) على أساس منتظم، مما يتيح للمستثمرين اتخاذ قرارات استثمار مدروسة.

ويمثل العدد الكبير من الأعمال التجارية الأسرية الملكية تحدياً جدياً لتطوير أسواق الأوراق المالية في المنطقة. وتشمل المصادر التقليدية لتمويل هذه الشركات العربية الصغيرة والمتوسطة مؤسسات الإقراض (وهو خيار أبهظ كلفة من التمويل بالأسهم) أو الأرصدة الأسرية الملكية، (مما يحد من نمو الشركة والقدرة التنافسية الدولية). وينبغي تشجيع الأعمال التجارية الأسرية الملكية على استكشاف إمكانية التمويل بالأسهم من خلال برامج تنقيف وضرب أمثلة بالشركات الأسرية الناجحة المشتركة في أسواق الأوراق المالية.

وتتيح زيادة مشاركة النساء العربيات كمنظمات للمشاريع ومستثمرات لاقتصادات المنطقة أن تستفيد من مورد إنمائي غير مستغل إلى حد كبير. وقد افتتح سوق الكويت للأوراق المالية مقصورة تداول مستقلة للنساء لا يعمل بها سوى وسيطات. وفي عام ١٩٩٢ سمحت البورصة المصرية بدخول أول امرأة للعمل بمقصورة التداول. ويمكن للنساء المنظمات للمشاريع أن يساهمن بصورة كبيرة في التنمية الاقتصادية للمنطقة، وتمثل أسواق الأوراق المالية مصادر ممتازة لتوفير رأس المال لأعمالهن التجارية ومنافذ لاستثمار أموالهن.

ويمكن أن تساهم إقامة سوق إقليمية قوية للأوراق المالية مساهمة كبيرة في التكامل الاقتصادي في منطقة الإسكوا والعالم العربي.

وتقدم التوصيات التالية، إلى جانب توصيات أخرى<sup>(٣)</sup>، كيما ينظر فيها القطاع الخاص العربي وصناع القرارات في البلدان الأعضاء في الإسكوا لتيسير تطوير وربط أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة:

(٣) انظر الفصل الرابع من هذه الدراسة.

- (أ) اعتماد المعايير المحاسبية الدولية في الإبلاغ المالي؛
- (ب) الإفصاح المالي الشفاف على أساس منتظم، من خلال المواقع الإلكترونية للشركات على سبيل المثال؛
- (ج) تنويع الصكوك المالية المتاحة للمستثمرين في أسواق الأوراق المالية بالمنطقة؛
- (د) تنسيق قواعد وأنظمة أسواق الأوراق المالية وتوحيد المصطلحات ذات الصلة في منطقة الإسكوا؛
- (هـ) تيسير التداول الإلكتروني العابر للحدود بين أعضاء الإسكوا؛
- (و) إعادة هيكلة القطاعات المصرفية الضعيفة قبل فتح الاقتصاد أمام المصارف الأجنبية ورأس المال الأجنبي (بغية الحد من حالات التعثر المصرفية)؛
- (ز) اعتماد سياسات. وبخاصة فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار القطع الأجنبي، تضمن الاستقرار الاقتصادي الكلي؛
- (ح) تنفيذ امتيازات "الغائس" بشأن تحرير القطاع المالي (فيما يتعلق بأعضاء منظمة التجارة العالمية في المنطقة)؛
- (ط) تشجيع إدراج الشركات الصغيرة والمتوسطة الأسرية الملكية للتداول العام؛
- (ي) تشجيع مشاركة النساء في أسواق الأوراق المالية كمستثمرات ومنظمات للمشاريع.

### ملاحظات توضيحية

استخدمت الرموز التالية في جداول و/أو نص هذا المنشور:

النقطتان (..) تشيران إلى أن البيانات غير متاحة أو لم تبلغ بصورة مستقلة.

الخط الأفقي (—) يشير إلى أن المبلغ لا شيء أو لا يذكر.

الخط القصير (-) يشير إلى أن البند لا ينطبق.

القوسان الهلاليان ( ) يشيران إلى عجز أو نقص، ما لم يبين خلاف ذلك.

الخط الرأسي المائل (/) يشير إلى سنة محصلية أو سنة مالية (على سبيل المثال ١٩٨٢/١٩٨١).

استخدام خط قصير (-) بين السنوات، على سبيل المثال، يشير إلى كامل السنة المعنية، بما في ذلك بداية ونهاية السنوات.

وقد لا تتطابق التفاصيل والنسب المئوية بالضرورة مع المجاميع، بسبب التقريب.

كما أن الإشارة إلى "الدولارات" تعني دولارات الولايات المتحدة، ما لم يبين خلاف ذلك.

أما مصطلح "البلد" على النحو المستخدم في هذه الدراسة فإنه يشير أيضاً، حسب الاقتضاء إلى أراض أو مناطق.

وتم التحقق، حيثما أمكن، من المراجع الببليوغرافية وغيرها من المراجع.





## أولاً- استعراض عام لأسواق الأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا

هناك عدد من الأسباب التي تبين مدى أهمية أسواق الأوراق المالية للنمو الاقتصادي والتنمية في منطقة الإسكوا. ذلك أنه خلال التسعينيات من القرن الماضي، انخفضت نسبة الموارد الرأسمالية التي دخلت البلدان النامية في شكل مساعدة إنمائية رسمية انخفاضاً حاداً، حيث هبطت من ٥٦ في المائة من مجموع الموارد الإنمائية في عام ١٩٩٠ إلى ١٤ في المائة عام ١٩٩٦<sup>(٤)</sup>. وعلى مدى الفترة ذاتها، ارتفعت نسبة رأس المال السهمي من ٣ في المائة من الموارد الإنمائية الداخلة إلى ١٦ في المائة. "وتجاوزت التدفقات الرأسمالية الخاصة على اقتصادات الأسواق الناشئة ٣٢٠ مليار دولار في عام ١٩٩٦ [وانخفضت] إلى قرابة ٢٠٠ مليار دولار في عام ٢٠٠٠"<sup>(٥)</sup>. وتتضح بصورة جلية الأهمية المتعاظمة لأسواق الأوراق المالية الناشئة كقناة لتوفير الموارد الرأسمالية، "وتدفع أزمة الديون الحالية للعالم الثالث البلدان النامية إلى الاعتماد على الأسهم بدلاً من الديون"<sup>(٦)</sup>. وتقوم أسواق الأوراق المالية الناشئة بدور تزداد أهميته في تيسير تنفيذ الحكومات لبرامج الخصخصة لخفض العجز في الميزانية. وتتيح أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية الروابط الضرورية مع أسواق رأس المال الإقليمية والعالمية. ولهذا أهمية خاصة بالنسبة للمنطقة العربية التي تتلقى أصغر نصيب للفرد من الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم<sup>(٧)</sup>. "وتظهر الإحصائيات حتى الآن أن ثمة تدفقاً كبيراً لرأس المال من المنطقة إلى الخارج"<sup>(٨)</sup>، حيث يجد المستثمرون العرب أن الأسواق المتقدمة أكثر جاذبية لاستثمار أموالهم؛ "وتشير التقديرات الواردة في آخر تقرير عن الثروة العالمية الذي تقوم بتجميعه شركة "ميريل لينش" إلى أن ٢٢٠.٠٠٠ فرد من الشرق الأوسط يمتلكون ١,٢ مليار دولار في الخارج"<sup>(٩)</sup>. ولا غنى عن تطوير أسواق الأوراق المالية الإقليمية الناشئة وربطها بصورة فعالة، باعتبار ذلك من الشروط الأساسية لاستعادة رأس المال العربي إلى المنطقة واجتذاب الاستثمار الأجنبي والخبرة الإدارية والتكنولوجية.

### ألف- أسواق الأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا

بلغ عدد الشركات المدرجة للتداول في أسواق الأوراق المالية لأعضاء الإسكوا ما مجموعه ٧٣٤ شركة في تموز/يوليو ٢٠٠٣ وإجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق ٢٥٥ مليار دولار. بيد أن أسواق الأوراق المالية في المنطقة العربية لا تمثل سوى ٦,٥ في المائة من إجمالي القيمة السوقية للأسواق الثمانية والثلاثين سوقاً ناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية وأفريقيا وأوروبا الشرقية، وزهاء ٠,٦ في المائة من إجمالي قيمتها السوقية لأسواق الأوراق المالية في العالم<sup>(١٠)</sup>. وعلى سبيل المقارنة، يبلغ عدد الشركات

(٤) Clement Henry, "Challenges of global capital markets to information-shy regimes: the case of Tunisia", Occasional Paper No. 19 (Abu Dhabi, Emirates Center for Strategic Studies and Research, 1998), p. 6, table 2.

(٥) Maria Carkovic and Ross Levine, "Does foreign direct investment accelerate economic growth?", working paper (Minneapolis, University of Minnesota, May 2002), p. 1.

(٦) Kamal Naser, "Investment prospects in a sample of Arab stock exchanges", Occasional Paper No. 17 (Abu Dhabi, Emirates Center for Strategic Studies and Research, 1998), p. 2.

(٧) EIU Viewswire, "Underdeveloped stockmarkets" (London, Economist Intelligence Unit, 26 July 2002)

(٨) Clare Woodcraft, "Regional capital markets must reform to capture growth in indigenous capital", *Middle East Economic Survey*, vol. XLV, No. 6 (11 February 2002) (<http://www.mees.com/update/v45n06/a45n06b01.htm>), p. B3.

(٩) Henry Azzam, "Positioning the region's capital markets to attract repatriated Arab funds from abroad", *The Jordan Times*, Economy Section (20 October 2002), p. 1.

المدرجة للتداول في بورصة نيويورك ٢٨٠٠ شركة وإجمالي قيمتها السوقية ١٣,٥ تريليون دولار<sup>(١١)</sup>. وبورصة نيويورك هي "أكبر سوق للأسهم في العالم"، وهي تمثل سوق الأوراق المالية العالمية التطور. وتتألف الشركات المدرجة للتداول في بورصة نيويورك من "طائفة واسعة من الشركات الأمريكية الكبرى والشركات المتوسطة والصغيرة من حيث إجمالي القيمة السوقية". وتدرج معظم أسواق الأوراق المالية العربية أسهم عدد صغير من الشركات المالية والعقارية الكبيرة والاحتكارات والمؤسسات المملوكة للدولة، مع مستوى تمثيل منخفض بصورة غير متناسبة لقطاعات الاقتصاد الأخرى والأعمال التجارية الأسرية الملكية الصغيرة والمتوسطة. وتتصف بورصة نيويورك بالتكامل التام مع الأسواق المالية العالمية؛ حيث أنه مدرج بها ٤٧٠ شركة مملوكة للأجانب تمثل ٣,٤ تريليون دولار من إجمالي القيمة السوقية لهذه البورصة. ويجتذب عمق وانفتاح وشفافية أسواق رأس المال المتقدمة مثل بورصة نيويورك المستثمرين من شتى أرجاء العالم. وعلى خلاف ذلك، لا تزال أسواق الأوراق المالية الناشئة في البلدان الأعضاء في الإسكوا غير متطورة في جوانب عديدة، ولا يزال أمامها شوط طويل للوصول إلى كامل إمكاناتها كمورد رأسمالي للنمو الإقليمي والتنمية في المنطقة.

وتشمل أسواق الأوراق المالية النشطة في البلدان الأعضاء في الإسكوا سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وبورصة عمّان، وسوق البحرين للأوراق المالية، وبورصة بيروت، وبورصتي الأسواق المالية بالقاهرة والإسكندرية، وسوق الدوحة للأوراق المالية، وسوق دبي المالي، وسوق الكويت للأوراق المالية، وسوق مسقط للأوراق المالية، وسوق الأسهم السعودي<sup>(١٢)</sup>. وعُلفت سوق فلسطين للأوراق المالية العمليات في آذار/مارس ٢٠٠٢<sup>(١٣)</sup>. وأُغلقت بورصة بغداد في آذار/مارس ٢٠٠٣<sup>(١٤)</sup>. وتنتظر الجمهورية العربية السورية في فتح سوق للأوراق المالية في عام ٢٠٠٤. وترد في الجدول ١ أرقام عن إجمالي القيمة السوقية<sup>(١٥)</sup> لكل من أسواق الأوراق المالية في منطقة الإسكوا، ويرد في الجدول ٢ تقسيم قطاعي لعدد الشركات المدرجة في بورصات المنطقة.

#### استعراض موجز للأسواق النشطة للأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا

أنشئ سوق عمّان المالي في البداية في عام ١٩٧٦ لتداول الأوراق المالية وأعيد تنظيمه في آذار/مارس ١٩٩٩، ليصبح بورصة عمّان، كمنظمة خاصة لا تتوخى الربح. ونفذ قانون الأوراق المالية رقم ٣، لعام ١٩٩٧ كجزء من إعادة تأهيل بورصة عمّان. وارتفع إجمالي القيمة السوقية للبورصة بنسبة ٢٧,٥ في المائة، من ٧,١ مليار دولار إلى ٩ مليارات دولار، بين كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢ وتموز/يوليو ٢٠٠٣ (انظر الجدول ١). ويبلغ عدد الشركات المدرجة للتداول في بورصة عمّان ١٧٨ شركة، وهو ثاني أكبر عدد في منطقة الإسكوا (انظر الجدول ٢)<sup>(١٦)</sup>. وأكبر نسبة من الشركات المدرجة هي شركات قطاع الصناعة التحويلية (٤١ في المائة)، يليه قطاع الخدمات المالية (٣٣ في المائة) وقطاع الخدمات (٧ في المائة).

(١١) New York Stock Exchange (<http://www.nyse.com/listed>)

(١٢) المختصرات المستخدمة للدلالة على شتى البورصات هي المختصرات التي تستخدمها الشبكة العربية للأسواق المالية.

(١٣) Arab Financial Markets Network, "Palestine Securities Exchange suspends trading: (<http://www.alshabaca.com/mefn/info>), accessed on 14 April 2003.

(١٤) Cynthia Johnston, "Coalition wants to build new Iraqi stock exchange complex", *The Daily Star* (Beirut, 25 July 2003).

(١٥) مجموع عدد الأسهم المصدرة مضروباً في أسعارها في وقت معين. (see World Federation of Exchanges, "Equity market capitalization" [<http://www.world-exchanges.org/fibvforum/statistic>]).

(١٦) أعداد الشركات المدرجة في بورصات المنطقة المشار إليها في هذا الفصل الفرعي هي الأعداد المدرجة حتى تموز/يوليو ٢٠٠٣.

المائة). ويمتلك ٣٧ في المائة من إجمالي القيمة السوقية مستثمرون غير أردنيين<sup>(١٧)</sup> ونفذت الأردن طائفة واسعة من الإصلاحات الاقتصادية في العقد الماضي استعداداً للانضمام إلى عضوية منظمة التجارة العالمية والمصادقة على اتفاق التجارة الحرة بين الأردن والولايات المتحدة واتفاق الشراكة بين الأردن والاتحاد الأوروبي، كجزء من سياستها الإنمائية الشاملة لاجتذاب الاستثمار الأجنبي وتنويع قاعدتها الاقتصادية. وسوف تساعد هذه الإصلاحات على استمرار الاتجاه الصعودي في إجمالي القيمة السوقية وحجم نشاط التداول في البورصة.

وأنشئت سوق البحرين للأوراق المالية بموجب المرسوم الأميري رقم ٤ لسنة ١٩٨٧ وبدأت العمليات في حزيران/يونيو ١٩٨٩، حيث أدرج للتداول فيها من البداية ٢٩ شركة. وارتفع إجمالي القيمة السوقية للسوق بنسبة ٦,٨ في المائة، من ٧,٧ مليار دولار إلى ٨,٢ مليار دولار، بين كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢ وتموز/يوليو ٢٠٠٣ (انظر الجدول ١). ويبلغ عدد الشركات المدرجة حالياً في السوق ٤٢ شركة، منها ما يناهز الثلثين في قطاع الخدمات المالية (انظر الجدول ٢). وتمثل الشركات غير البحرينية ١٤ في المائة من مجموع الشركات المدرجة. وفتحت السوق زمام المستثمرين الأجانب بصورة جزئية منذ عام ١٩٩٩. وتتوفر لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي إمكانية وصول بنسبة ١٠٠ في المائة، على حين تتراوح بالنسبة للمستثمرين من البلدان غير الأعضاء في المجلس بين ٤٩ إلى ١٠٠ في المائة رهناً بموافقة المساهمين<sup>(١٨)</sup>. واستأثر مواطنو البحرين بنسبة ٦٥ في المائة تقريباً من إجمالي قيمة التداول في عام ٢٠٠٢ على حين مثل مواطنو دول مجلس التعاون الخليجي الأخرى ٣١ في المائة والمستثمرون من غير بلدان المجلس ٤ في المائة فقط.

#### الجدول ١ - إجمالي القيمة السوقية للبورصات في البلدان الأعضاء في الإسكوا

سوق الأوراق المالية	إجمالي القيمة السوقية (بملايين الدولارات الأمريكية)		النسبة المئوية للتغير
	سنة الإنشاء	كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢	تموز/يوليو ٢٠٠٣
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	٢٠٠٠	٢٠ ٣٧٦	٢٣ ٨٨٣
سوق دبي المالي	١٩٩٨	٩ ٤٧٠	٩ ٩٩٥
بورصة عمّان	١٩٧٦	٧ ٠٨٧	٩ ٠٣٣
سوق البحرين للأوراق المالية	١٩٨٧	٧ ٧١٦	٨ ٢٣٨
بورصة بيروت	١٩٢٠	١ ٣٩٥	١ ٤٥٣
سوق الدوحة للأوراق المالية	١٩٩٥	١٠ ٥٦٧	١٥ ٠٢٩
بورصة القاهرة والإسكندرية	١٩٠٣-١٨٨٨	٢٦ ٣٣٩	٢٩ ٨٦٧
سوق الكويت للأوراق المالية	١٩٧٧	٣٥ ٠٩٩	٤٨ ٢٧٥
سوق مسقط للأوراق المالية	١٩٨٩	٥ ٢٦٨	٥ ٩٨٨
سوق الأسهم السعودي	١٩٨٤	٧٤ ٨٥١	١٠٣ ٥٧٦
المجموع		١٩٨ ١٦٨	٢٥٥ ٣٣٧

المصادر: صندوق النقد العربي، "النشرة الفصلية"، الربع الرابع ٢٠٠٢، رقم ٣٢؛ "Arab capital markets performance"، AMF، <http://www.amf.org.ae/vEnglish>، accessed on 28 July 2003 ABQ Zawaya Ltd., "Country equities"، section on listed companies (<http://www.zawaya.com/equities>), accessed on 30 July; and Abu Dhabi Securities Market, Monthly Statistical Bulletin (April 2003), p. 7.

"Non-Jordanian ownership stands at 37.4 per cent of market value", *The Jordan Times*, Economy Section (١٧) (17 February 2003).

.Clare Woodcraft, loc. cit., p. B1 (١٨)

الجدول ٢ - الشركات المدرجة في البورصات في منطقة الإسكوا، حسب القطاع (\*)

القطاع	بورصة عمان	سوق البحرين للأوراق المالية	بورصة بيروت	بورصة القاهرة والإسكندرية	سوق دبي المالي	سوق الدوحة للأوراق المالية	سوق الكويت للأوراق المالية	سوق مسقط للأوراق المالية	سوق الأسهم السعودي
الأكاديمي	٣	-	-	-	-	-	١	٣	-
الزراعة	٢	١	-	٥	-	-	٤	٦	٨
شركات الاتصالات والحاسبات	١	١	-	٣	-	١	٢	-	١
المجمعات	-	-	-	١	-	-	١	١	-
التشييد	-	-	-	٢٨	-	-	٢	١	١
الخدمات المالية	٥٨	٢٧	٦	٤٤	١٢	١٣	٤٥	٤٠	١٣
الرعاية الصحية	٣	-	-	٥	-	١	-	١	-
الصناعة التحويلية	٧٣	٣	٣	١١٨	-	٤	١٩	٥٩	٢٦
الإعلام والإذاعة	٣	١	-	١	-	-	١	-	-
المناجم والمعادن	٥	-	-	-	-	-	-	١	-
النفط والغاز	٣	-	-	٢	-	١	٢	٣	٤
الطاقة والمرافق	٢	-	-	-	١	١	-	٣	١
الخدمات	١٣	٥	١	١٦	٢	٣	١٩	١٢	٨
التجارة والبيع بالتجزئة	٤	٤	٢	٩	-	-	٦	٢	٣
النقل والشحن البحري	٨	-	-	٨	-	٢	٤	٤	٤
المجموع	١٧٨	٤٢	١٢	٢٤٠	١٥	٢٦	١٠٦	١٣٦	٦٩

المصدر: ABQ Zawya Ltd., "Country equities", section on listed companies (<http://www.zawya.com/equities>), accessed on 30 July 2003.

ملاحظة: تستخدم الشبكة العربية للأسواق المالية المختصرات التالية في موقعها الإلكتروني للدلالة على مختلف البورصات العربية: AMM (بورصة عمان) وBSE (سوق البحرين للأوراق المالية) وBY (بورصة بيروت) وCASE (بورصة القاهرة والإسكندرية) وDFM (سوق دبي المالي) وDSM (سوق الدوحة للأوراق المالية) وKSE (سوق الكويت للأوراق المالية) وMSM (سوق مسقط للأوراق المالية) وSSM (سوق الأسهم السعودي). (<http://www.alshabaca.com>).

(\*) عدد الشركات المدرجة أسهمها في البورصات في نهاية تموز/يوليو ٢٠٠٣.

وبورصة بيروت هي من أقدم وأصغر أسواق الأوراق المالية. وقد أنشئت في عام ١٩٢٠ كبورصة عملات، تجتذب الاستثمارات من الجمهورية العربية السورية وفرنسا ولبنان. وأغلقت البورصة في عام ١٩٨٣ بسبب الحرب الأهلية اللبنانية وأعيد فتحها في كانون الثاني/يناير ١٩٩٦<sup>(١٩)</sup>. ويبلغ عدد الشركات المدرجة فيها حالياً ١٢ شركة؛ ٥٠ في المائة منها في قطاع الخدمات المالية، و٢٥ في المائة في قطاع الصناعة التحويلية (انظر الجدول ٢). ولدى بورصة بيروت أقل إجمالي قيمة سوقية وبها أقل عدد من الشركات المدرجة من بين بورصات البلدان الأعضاء في الإسكوا. وبلغ إجمالي قيمتها السوقية زهاء ١,٥

(١٩) "Stock market", Lebanon Opportunities, Finance Section (April 2002), p. 98.

مليار دولار في تموز/يوليو ٢٠٠٣، بزيادة مقدارها ٤,٢ في المائة فقط عنه في كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢ (انظر الجدول ١). ولا تزال السياسات الاقتصادية الكلية المسؤولة عن ارتفاع أسعار الفائدة<sup>(٢٠)</sup> والدين العام الجسيم وضعف المركز المالي [و] الافتقار إلى الإصلاحات الاقتصادية<sup>(٢١)</sup>، تخنق نمو البورصة في المستقبل المنظور.

وقد أنشئت أول سوق للأوراق المالية في مصر في الإسكندرية في عام ١٨٨٨. وافتتحت بورصة القاهرة في عام ١٩٠٣. وارتفع إجمالي القيمة السوقية لبورصتي القاهرة والإسكندرية، اللتين تمثلان ثلث أعلى إجمالي قيمة سوقية في منطقة الإسكوا، من ٢٦,٣ مليار دولار إلى زهاء ٣٠ مليار دولار (١٣,٤ في المائة) بين كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢ وتموز/يوليو ٢٠٠٣ (انظر الجدول ١). ويبلغ عدد الشركات المدرجة في البورصتين ٢٤٠ شركة، وهو أعلى عدد بين أعضاء الإسكوا (انظر الجدول ٢). وأكبر نسبة من الشركات المدرجة هي شركات في قطاع الصناعة التحويلية (٤٩ في المائة)، يليه قطاع الخدمات المالية (٨ في المائة) وقطاع التشييد (١٢ في المائة). ويتوقع أن تصبح البورصتان من أكبر أسواق الأوراق المالية في المنطقة، في ضوء حجم وتنوع الاقتصاد المصري. غير أن الضغوط المتكررة على الجنيه المصري وتذبذب نتائج الشركات تضعف ثقة المستثمرين في السوق<sup>(٢٢)</sup>.

وأنشئت سوق الدوحة للأوراق المالية في عام ١٩٩٥ وبدأت العمليات في أيار/مايو ١٩٩٧<sup>(٢٣)</sup>. وارتفع إجمالي قيمتها السوقية بنسبة ٤٢ في المائة بين كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢ وتموز/يوليو ٢٠٠٣، حيث بلغ ١٥ مليار دولار (انظر الجدول ١). وتوجد قيود شديدة على المستثمرين الأجانب ولا تتوفر لمستثمري مجلس التعاون الخليجي سوى إمكانية وصول محسنة هامشياً إلى الأسهم المدرجة للتداول<sup>(٢٤)</sup>. ويقتصر المتاح فيها لاستثمارات مواطني دول مجلس التعاون الخليجي على القطاع الصناعي وقطاع الخدمات، على حين أن المتاح للمستثمرين الأجانب يقتصر على مشتريات الأسهم في الشركات القطرية المنشأة أو المخصصة حديثاً.

ويوجد في الإمارات العربية المتحدة أحدث سوقين للأوراق المالية في المنطقة من حيث تاريخ الإنشاء. ذلك أنه بعد أن افتتح في آذار/مارس ٢٠٠٠ سوق دبي المالي الذي أنشئ في عام ١٩٩٨<sup>(٢٥)</sup>، أنشئت سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠. ويبلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة دبي ١٥ شركة (انظر الجدول ٢)؛ ٨٠ في المائة منها تعمل في الخدمات المالية و١٣ في المائة في الخدمات و٧ في المائة في الطاقة والمرافق. وارتفع إجمالي القيمة السوقية لسوق دبي المالي بنسبة ٥,٥ في المائة فقط بين كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢ وتموز/يوليو ٢٠٠٣، من ٩,٥ مليار دولار إلى ١٠ مليارات دولار. وارتفع إجمالي القيمة السوقية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية من ٢٠,٣ مليار دولار إلى زهاء ٢٤ مليار دولار، أي بما يربو على ١٧ في المائة خلال الفترة نفسها (انظر الجدول ١). وعلى الرغم من أنها

(٢٠) Ibid., p. 99.

(٢١) Henry Azzam, "Performance and outlook of Arab stock markets", *The Jordan Times*, Economy Section (19 January 2003).

(٢٢) Ibid.

(٢٣) Doha Securities Market, "About DSM: developments" (<http://www.dsm.com.qa/aboutdsm>), accessed on 1 August 2003.

(٢٤) Clare Woodcraft, loc. cit.

(٢٥) ArabicNews.com, "Dubai inaugurates official stock market", United Arab Emirates, Business (27 March 2000).

أحدث أسواق الأوراق المالية في المنطقة، فإنها تمثل رابع أكبر إجمالي قيمة سوقية بين أعضاء الإسكوا. وكما هو الحال في كثير من أسواق الأوراق المالية الأخرى في منطقة الخليج، فإن الاستثمار الأجنبي محدد بنسبة ٤٩ في المائة كحد أقصى مع ضرورة موافقة المساهمين بالنسبة للمستثمرين من بلدان مجلس التعاون الخليجي وغيرها<sup>(٢٦)</sup>.

وأصدر أول قانون يأذن بإنشاء سوق كويتية للأوراق المالية في تشرين الأول/أكتوبر ١٩٦٢، وافتتحت سوق الكويت للأوراق المالية في نيسان/أبريل ١٩٧٧<sup>(٢٧)</sup>. وأعيد تنظيمها في آب/أغسطس ١٩٨٣، لتصبح هيئة مالية مستقلة. ويبلغ عدد الشركات المدرجة فيها ١٠٦ شركات، أكبر نسبة منها تزاوّل أنشطتها في قطاع الخدمات المالية؛ وتعمل الشركات المتبقية في قطاعات شتى، بما في ذلك الزراعة، والحاسبات والتشييد والصناعة التحويلية والإذاعة والنفط والغاز والخدمات والبيع بالتجزئة والنقل (انظر الجدول ٢). وبلغ إجمالي قيمتها السوقية ٤٨ مليار دولار في تموز/يوليو ٢٠٠٣، وهو ثاني أعلى رقم بين البلدان الأعضاء في الإسكوا، وحقق ارتفاعاً بنسبة ٣٨ في المائة بين كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢ وتموز/يوليو ٢٠٠٣ (انظر الجدول ١). واعتمدت الكويت تشريعاً يميز للمستثمرين من الخارج شراء أسهم الشركات المحلية، مما فتح الطريق أمام الاستثمار الأجنبي<sup>(٢٨)</sup>. وتتوفر لسوق الكويت للأوراق المالية إمكانات نجاح ممتازة، من حيث إجمالي القيمة السوقية واجتذاب الاستثمار الأجنبي، بالنظر إلى أن الشركات وسوق الأوراق المالية الكويتية تتمتع بموقع جيد للمشاركة في إعمار الاقتصاد العراقي.

وافتتحت سوق مسقط للأوراق المالية في عام ١٩٨٩، وكان عدد الشركات المدرجة للتداول فيها ٤٧ شركة؛ وبحلول تموز/يوليو ٢٠٠٣، ارتفع هذا العدد إلى ١٣٦ شركة (انظر الجدول ٢). ويمثل قطاع الصناعة التحويلية أكبر نسبة من الشركات المدرجة (٤٣ في المائة). يليه قطاع الخدمات المالية (٢٩ في المائة) والخدمات (٩ في المائة). وبلغ إجمالي قيمتها السوقية ٦ مليارات دولار في تموز/يوليو ٢٠٠٣، بارتفاع مقداره ١٤ في المائة عنه في كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢ (انظر الجدول ١). وفي عام ١٩٩٩، أنشئت الهيئة العامة لسوق المال لتنظيم سوق مسقط للأوراق المالية وإدراج الشركات للتداول بها وحماية حقوق المستثمرين<sup>(٢٩)</sup>. وعلى حين تتوفر لمواطني بلدان مجلس التعاون الخليجي إمكانية وصول غير مقيدة إلى هذه السوق، فإن المتاح أمام المستثمرين من غير بلدان المجلس ليس سوى أقل من ثلث فرص الاستثمار الموجودة في هذه البورصة؛ غير أنه يجب أن تتاح الإصدارات الأولية الجديدة للجمهور أمام المستثمرين الأجانب، "حتى ٤٩ في المائة على الأقل" من إجمالي القيمة السوقية<sup>(٣٠)</sup>.

أما سوق الأسهم السعودي فإنه لا توجد به مقصورة تداول فعلية؛ ومع ذلك فقد وجدت شركات مساهمة مشتركة تعمل في البلد منذ ثلاثينيات القرن الماضي. وأنشئ سوق رسمي في عام ١٩٨٤، تنظمه مؤسسة النقد العربي السعودي ويعمل من خلال التداول الإلكتروني للأسهم المدرجة للتداول. وأصدر

(٢٦) .Clare Woodcraft, loc. cit.

(٢٧) سوق الكويت للأوراق المالية، نشرة إعلامية عن المرسوم ذي الصلة.

(٢٨) *Middle East Economic Digest*, Companies/Kuwait web page (14 December) (<http://www.meed.com>)

(٢٩) *ArabicNews.com*, "Oman begins implementation of modern security laws and structure to protect investors", Oman Economic Section (16 January 1999), p. 1.

(٣٠) Muscat Securities Market ([http://www.msm.gov.om/html\\_pages/organise.htm](http://www.msm.gov.om/html_pages/organise.htm)), accessed on 29 January 2003

قانون في حزيران/يونيو ٢٠٠٣ لتنظيم سوق الأسهم وتوفير موقع فعلي للتداول<sup>(٣١)</sup>. وارتفع إجمالي القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي. وهو الأعلى في المنطقة، ويمثل ٤١ في المائة من المجموع في العالم العربي، من ٧٥ مليار دولار إلى ١٠٤ مليارات دولار (٣٨ في المائة) بين كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢ وتموز/يوليو ٢٠٠٣ (انظر الجدول ١). ويبلغ عدد الشركات المدرجة في هذا السوق ٦٩ شركة، معظمها يعمل في قطاع الصناعة التحويلية وقطاع الخدمات المالية (انظر الجدول ٢). ويوجد عدد قليل من الشركات من قطاعات الزراعة والخدمات والنقل يعطي السوق بعض العمق. وسوق الأسهم السعودي هو أكثر الأسواق العربية تقييداً من حيث إتاحة الملكية الأجنبية، إذ لا يتيح للمستثمرين الأجانب سوى الاستثمار المشترك؛ ويجيز لمواطني بلدان مجلس التعاون الخليجي الأخرى تملك ٢٥ في المائة كحد أقصى من الشركات المدرجة محلياً<sup>(٣٢)</sup>.

## باء- ربط أسواق الأوراق المالية في منطقة الإسكوا

بدأ التحرير المالي، أي خفض الحواجز المؤسسية أمام حركة الأموال في وخارج الأسواق الوطنية للأوراق المالية، بين البلدان الصناعية في خمسينيات القرن الماضي تقريباً<sup>(٣٣)</sup>. بيد أنه لم يتحقق تقدم هام حتى السبعينيات. ولعب تكامل الأسواق العالمية لرأس المال من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر دوراً هاماً في حفز التدفقات الرأسمالية الدولية القصيرة الأجل في الأسواق المحررة. وعلى الجانب السلبي، يمكن أن تنتج عن عولمة سوق مالية لبلاد ما زيادة تقلب أسعار القطع وقلة استجابة أسعار الفائدة القصيرة الأجل للسياسة النقدية المحلية. ومنذ نهاية عقد الثمانينيات من القرن الماضي، أقر معظم البلدان الأعضاء في الإسكوا بأهمية سوق الأوراق المالية والقطاع الخاص في إنجاز أهداف التنمية الاقتصادية. وعليه، بدأت تحذو حذو المجتمع الدولي واتخذت خطوات لتمكين القطاع الخاص. وأدركت هذه البلدان العربية أن أسواق الأوراق المالية تمثل آلية هامة لحشد الموارد الرأسمالية الوطنية واستخدامها في الاستثمار ومن ثم في التنمية الاقتصادية. ويمكن لأسواق الأوراق المالية، إذا أحسنت إدارتها ودعمت بقوة بطرق إفصاح فعالة وقانون جزائي منصف، أن تلهم الثقة وأن توفر المصدقية اللازمة للمدخرات الخاصة والاستثمار في البلد المعني وأن تخلق بذلك المناخ المناسب لمشاريع القطاع الخاص. وخلال الجزء الأخير من القرن العشرين، انعكس اهتمام والتزام هذه البلدان بتطوير وإصلاح هيكلها الاقتصادية في زيادة عدد الأسواق النشطة للأوراق المالية - من ٤ فقط في سبعينيات القرن الماضي (الأردن والكويت ولبنان ومصر) إلى ١١ بحلول عام ٢٠٠٠.

والخطوة التالية بالنسبة للأسواق الناشئة للأوراق المالية هي أن تشترك في مجموع مواردها الرأسمالية من خلال الربط فيما بينها. غير أنه ينبغي أولاً إنشاء إطار مشترك؛ وتشمل العناصر الأساسية لهذا الإطار تنسيق مصطلحات وقواعد أسواق الأوراق المالية، وتطابق البني التحتية وحسن إدارة الشركات الذي يشتمل على الأخذ بالمعايير المحاسبية الدولية. ذلك أن أسواق الأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا تختلف بعضها عن بعض في تنظيمها المؤسسي وإدارتها والفصل بين الوظائف التنفيذية والإشرافية أو توحيدها. كما تتباين متطلبات الوساطة؛ حيث يسمح للأفراد بممارسة الوساطة في بعض البلدان مثل لبنان. على حين أنه في الكويت ومصر لا يسمح بالعمل كوسطاء إلا للشركات. وثمة اختلافات

Jordan Investment Trust Plc. (Jordinvest), "Saudi cabinet clears the way for a formal stock market", *Weekly review* (٣١) & Analysis, vol. III, No. 21 (Amman, 22 June 2003).

.Clare Woodcraft, loc. cit. (٣٢)

Franklin Root, *International Trade and Investment*, 7<sup>th</sup> ed. (Cincinnati, Ohio, South-Western College/West Publishing Co., January 1999). (٣٣)

بين أسواق الأوراق المالية في مستوى الشفافية المطلوبة من الشركات المدرجة والإجراءات المطبقة في التداول وتسعير الأسهم. وقد تحسنت التشريعات التي تحمي المستثمرين تحسناً كبيراً في بعض البلدان مثل الأردن والكويت. ولا تزال بعض الأسواق تقيد مشاركة المستثمرين الأجانب. بما في ذلك العرب الآخرين. ويعطي أعضاء مجلس التعاون الخليجي مواطني دول المجلس أولوية على المستثمرين العرب وغير العرب الآخرين. وبعض الأسواق الأخرى للأوراق المالية أقل تقييداً؛ وتتيح لبنان ومصر، على سبيل المثال، لجميع المستثمرين الاتجار بحرية في الأسهم المدرجة للتداول.

#### ١- جهود تطوير شبكة عربية لأسواق الأوراق المالية

بناء على توصية مجلس محافظي البنوك المركزية العربية وبمصادقة المجلس الاقتصادي والاجتماعي لجامعة الدول العربية، أنشئ في عام ١٩٨٢ اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية. وكانت بورصات عمان وبيروت والدار البيضاء وتونس هي أولى البورصات التي انضمت إلى الاتحاد، تلتها بسرعة بورصات عديدة أخرى؛ ليصبح عددها ١١ عضواً في الوقت الحالي. وقد أقيم الاتحاد لتنظيم البورصات الأعضاء، وتشجيع تبادل الخبرة التقنية، وتحديد وإزالة الحواجز التشريعية التي تعوق تدفقات الاستثمار فيما بين البلدان العربية، وتيسير تداول الأوراق المالية العربية عبر الحدود. ويسعى الاتحاد في النهاية إلى إنشاء سوق إقليمية للأوراق المالية تيسر تدفقات الاستثمار فيما بين البلدان العربية<sup>(٣٤)</sup>.

ويستهدف الاتحاد المساعدة في تطوير الأسواق العربية للأوراق المالية وتحسين نوعية شركات الوساطة، وإقامة خطوط اتصال بين الأسواق العربية للأوراق المالية وتيسير الإدراج المشترك للشركات العربية التي تسعى إلى المساهمة في الترابط المالي بين أعضاء الاتحاد، وزيادة حرية المواطنين العرب في المشاركة في أسواق الأوراق المالية في المنطقة. وثبت أنه من الصعب إنجاز هدف تبادل قوائم إدراج الأوراق المالية المسجلة في شتى البورصات العربية. وتشير الدراسات ذات الصلة إلى أن الاختلافات في أنظمة الإدراج والافتقار إلى المؤسسات اللازمة لتوفير خدمات التسوية والوساطة الفعالة، وأوجه الاختلاف في مستويات التطوير بين البورصات العربية تعوق جميعها تبادل إدراج الأوراق المالية. ومن بين أهم العقبات أمام ربط الأسواق من خلال تبادل الإدراج الاختلافات في قوانين الاستثمار في الأسواق العربية للأوراق المالية والقيود على ملكية الأوراق المالية المفروضة على مواطني البلدان العربية الأخرى بموجب قوانين تنص على حدود دنيا للنسب المئوية لملكية الأسهم بين المواطنين. وجميع هذه العوامل تعوق بصورة فعلية تدفقات الاستثمار فيما بين البلدان العربية. وتؤثر التشريعات النازمة لإنشاء الشركات وأسواق الأوراق المالية والنظم الضريبية على ممارسات التداول في مختلف البلدان العربية<sup>(٣٥)</sup>. ومن الصعب إزالة الحواجز التي تمنع تبادل الإدراج بين الأسواق العربية للأوراق المالية. وخلال المرحلة الأولى من جهود اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية للنهوض بربط الأسواق العربية للأوراق المالية، أجريت دراسات مقارنة لاستكشاف قواعد الإدراج المختلفة لكل بورصة بهدف تحديد أوجه التماثل بينها. واستخدم الاتحاد نتائج بحثه لوضع قواعد مشتركة لمختلف البورصات؛ غير أن كل بورصة فضلت نظامها الخاص بها. وأصبح من الواضح أن تطوير كل بورصة يستند إلى الأوضاع الخاصة في كل منطقة، وأن من الضروري احترام قيم المجتمع والواقع المحلي<sup>(٣٦)</sup>.

(٣٤) اتحاد البورصات وأسواق المال العربية، النظام الأساسي (الكويت).

(٣٥) سليمان المنذري. "بورصات الأوراق المالية العربية: الدور والعلاقات وتحديات التحرير"، الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية. نشرة ربع سنوية (القاهرة، الأهرام، التقارير المالية ٢٠٠٠) الصفحة ١٤٦.

(٣٦) عادل علام، ورقة عن إقامة شركة عربية للمقاصة والتسوية، البورصات، مجلة يصدرها اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية.



## ٢- الربط الثنائي والمتعدد الأطراف للأسواق العربية للأوراق المالية

أدت تجارب المرحلة الأولى من جهود اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية في مجال الربط بين البورصات، إلى البحث عن نظام آخر لربط الأسواق العربية للأوراق المالية. واثبتت ضرورة إنشاء آلية لتشجيع تدفقات الاستثمار فيما بين البلدان العربية بأدنى حد من التكاليف على الشركات والمستثمرين. وأدى تحرير التجارة والخدمات وانتشار سياسات الخصخصة في منتصف عقد التسعينيات من القرن الماضي إلى تحسين الآفاق المرتقبة لاعتماد آلية جديدة لربط البورصات العربية. وحاول الاتحاد في هذه المرة إقامة توازن بين متطلبات ربط الأسواق الإقليمية للأوراق المالية والخصائص المحددة لكل سوق عربية<sup>(٣٧)</sup>. وبدأت أولى تجارب الربط المتعدد الأطراف بين الأسواق العربية للأوراق المالية باتفاق بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال بمصر في نيسان/أبريل ١٩٩٦. واستهدف الاتفاق تعزيز التعاون في تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار<sup>(٣٨)</sup>. وفي أيلول/سبتمبر ١٩٩٦، وقعت بورصة بيروت على الاتفاق الذي شدد على أن تحاول جميع الأطراف مجتمعة تنسيق وتيسير الإجراءات والمتطلبات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية في بورصاتهم. ودخل الاتفاق حيز النفاذ في أول كانون الثاني/يناير ١٩٩٧<sup>(٣٩)</sup>. لتنظيم عمليات المقاصة "التقاص" والتسوية في كل سوق لضمان حصول المتعاملين في أي من الأسواق على حقوقهم في الأسهم وتيسير تبادل المعلومات وتنظيم إجراءات الإفصاح ذات الصلة بالشركات المدرجة في البورصات. وأنشئت لجنة مشتركة تتألف من ممثلي الأسواق الثلاثة واتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية لوضع الأنظمة التنفيذية اللازمة لتحقيق أهداف الاتفاق<sup>(٤٠)</sup>. أولاً، وقعت وكالات المقاصة والتسوية العاملة في أسواق الكويت ولبنان ومصر على اتفاق تعاون في تشرين الأول/أكتوبر ١٩٩٦، يوضح المبادئ الناظمة للتعاون في مقاصة وتسوية المعاملات. وفي تشرين الثاني/نوفمبر ١٩٩٦، اجتمع المدراء التنفيذيون من الأسواق الثلاثة لإكمال إجراءات وأنظمة المدفوعات والتسليم والتحويلات. ثانياً، عقد مؤتمر للوسطاء في كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٦، أدى إلى توقيع اتفاق تعاون بين الوسطاء. ومن الضروري للوسطاء، بوصفهم وكلاء في التعامل باسم المستثمرين، فهم مسؤولياتهم الجديدة في الأسواق المترابطة والتعارف فيما بينهم وبين وكالات المقاصة والتسوية المشاركة في المشروع المترابط. كما أن من الضروري أن تجد شركات الوساطة وكلاء يمثلون مصالحها في السوقين الآخرين في الشبكة<sup>(٤١)</sup>.

وقد أمكن اتخاذ هذه الخطوة الأولى صوب الربط المتعدد الأطراف بين الأسواق العربية للأوراق المالية بسبب تطابق البني التحتية بين الكويت ولبنان ومصر. وكان لمجموعتين من العوامل أهمية خاصة في نجاح هذا الاتفاق: (أ) وجود نظم حديثة للتداول الإلكتروني، مما يوفر الأمن ويحسن الشفافية؛ و(ب) توافر مؤسسات المقاصة والتسوية وكيانات إيداع الأوراق المالية وآليات ضمان سرعة إكمال تحويلات الملكية وضمانات حماية الأسهم لكل من المساهمين المحليين والأجانب على السواء في كل من الأسواق

(٣٧) المرجع نفسه، الصفحة ٤٨.

(٣٨) توجد اتفاقات ثنائية شتى بين الأردن والبحرين، والكويت، والأردن وعمان.

(٣٩) "Arab stock exchanges: UASE calls for integration", *Middle East Economic Survey*, vol. XLI, No. 29 (20 July 1998), p. 1.

(٤٠) صغفق الركابي "ربط البورصات العربية: الآليات والأهداف" ورقة أعدت لتقديمها إلى مؤتمر اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، القاهرة، ١٥-١٧ حزيران/يونيو ١٩٩٧.

(٤١) المرجع نفسه.

الثلاثة. ويسر وجود جميع الآليات المناسبة فعلياً الربط بين هذه الأسواق عن طريق خفض مخاطر الاستثمار المرتبطة بالمعاملات العابرة للحدود لأسواق الأوراق المالية.

وننتج عن ربط أسواق الأوراق المالية في الكويت ولبنان ومصر عدد من الفوائد<sup>(٤٢)</sup>. فقد أصبح بوسع المستثمرين من كل بلد الاستثمار في الشركات المدرجة في السوقين الآخرين بدون ضرورة السفر إلى هناك واستفادوا من ضمانات عروض الأسواق. وظل نظام المقاصة والتسوية في كل بلد على الحال الذي كان عليه قبل توقيع الاتفاق، وبقيت التشريعات المحلية بدون تغيير، مما وفر الوقت والموارد التي كان سيستلزمها التفاوض بشأن تنسيق القوانين والأنظمة. وشجّع الوسطاء على إقامة علاقات مهنية مع نظرائهم في السوقين الآخرين. ويمكن النظر إلى هذا الترتيب للربط الثلاثي الأطراف كإطار تنظيمي لإقامة سوق مالية عربية، وبخاصة إذا أنشئ المكون المؤسسي.

وظهرت تحديات مختلفة لمن حاولوا الاستثمار في السوقين الآخرين. فقد واجه البعض صعوبات في التعامل مع وكالات المقاصة والتسوية وشركات الوساطة. وتشير الدراسات<sup>(٤٣)</sup> إلى أن سبب المشاكل ربما كان الاختلاف في القدرة على تناول بعض جوانب التداول؛ ومنها ما يتعلق بعدم التمكن من تنفيذ الأوامر بالسرعة المطلوبة، وعدم امتثال بعض شركات الوساطة للأوامر التي تلقتها، وتزداد الكثير منها في تنفيذ الأوامر بسبب الافتقار إلى المعلومات الضرورية عن وضع الشركات المدرجة<sup>(٤٤)</sup>. ويمكن حل المشاكل الرئيسية التي تواجه شركات المقاصة والتسوية من خلال التوصيات التالية: أولاً، ينبغي للوسطاء زيادة مواردهم المالية لمراعاة التكاليف الإضافية (فوق عمولتهم) التي يدفعها العملاء حالياً؛ ثانياً، يجب تزويد الوسطاء بتقارير تفصيلية عن أوضاع عملائهم؛ ثالثاً، ينبغي تغيير الأنظمة التي تحظر على العملاء البيع والشراء في اليوم نفسه؛ رابعاً، ينبغي السماح لشركات الوساطة بالمشاركة في مؤسسات المقاصة العربية، وهي ممارسة اعتمدها اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية.

كما توجد اتفاقات لتبادل الإدراج بين الأردن والبحرين وعمان وبين الأردن والكويت<sup>(٤٥)</sup>. وفي عام ١٩٩٧، وقعت البحرين والكويت اتفاقاً ثنائياً بإنشاء نظام تسويات مشترك لتيسير المعاملات وخفض تكاليف الاستثمار، يماثل الاتفاق الذي وقعته الكويت مع لبنان ومصر<sup>(٤٦)</sup>. وتتجه الأسواق المالية العربية التي توجد بها قيود على مشاركة المستثمرين الأجانب صوب زيادة الانفتاح. وعلى سبيل المثال، فإن بعض البلدان الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي (البحرين وعمان والكويت) في سبيلها إلى إزالة القيود على أسهم رأس المال التي يمتلكها مواطنو دول المجلس. "ولعل إقامة السوق الخليجية الموحدة لا يزال أمامها شوط طويل ولكن العجلة بدأت في الدوران"<sup>(٤٧)</sup>. وهذه التغيرات في السياسات العامة تنقل بلدان المجلس صوب إقامة سوق مشتركة لرأس المال، ولكن سيكون بوسع كل سوق الاحتفاظ بهويتها الخاصة من حيث التشريعات المحلية. وتتفاوض دول المجلس الستة بشأن تشكيل إطار متعدد الأطراف لأسواق الأوراق المالية بها. واجتمع رؤساء هذه الأسواق في آذار/مارس ٢٠٠٠ لمناقشة طرق توحيد التشريعات وأطر

(٤٢) عادل علام، المرجع السابق، الصفحة ٤٨.

(٤٣) المرجع نفسه.

(٤٤) صغفوق الركابي، المرجع السابق، الصفحة ٣١.

(٤٥) كمال ناصر، المرجع السابق.

(٤٦) ArabicNews.com, "Pact on linking bourses in Kuwait and Bahrain", Bahrain-Kuwait, Economics Section (10 February 1997).

(٤٧) Clare Woodcraft, loc. cit., p. B2.

الشركات وترتيبات التسوية والإيداع والتحويلات فيما بين بلدان المجلس<sup>(٤٨)</sup>. غير أنه، كما اتضح من حالات التأخير الطويلة التي شوهت في إنشاء اتحاد جمركي لمجلس التعاون الخليجي، فإنه من المحتمل أن يتطلب تنسيق التشريعات المالية وأنظمة أسواق الأوراق المالية عملية مفاوضات طويلة.

### ٣- الجهود الجارية صوب ربط الأسواق العربية للأوراق المالية

أقر اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية إنشاء الشبكة العربية للأسواق المالية ومؤسسة عربية مشتركة للتقاص والتسوية، وقد أنشئت الأولى في أيلول/سبتمبر ٢٠٠١، ولكن اختلاف وجهات النظر بشأن متطلبات رأس المال الأولي أخر إنشاء الثانية، الذي كان من المقرر أن يتم في مطلع عام ٢٠٠٢. وستسهل مؤسسة التقاص والتسوية، عندما تفتتح، التداول العابر للحدود أمام المستثمرين من الدول الأعضاء في الاتحاد. وتمتد أهدافها إلى ما يجاوز أنشطة المقاصة والتسوية؛ ذلك أنها ستشارك في تحويل الأموال بين البلدان العربية وستنظم عمليات إصدار وعرض الأوراق المالية، وستحسن إلى حد كبير الآفاق المرتقبة للربط بين الأسواق العربية للأوراق المالية. كما ستعمل كمركز إيداع دولي للأوراق المالية. وحدد الاتحاد أنشطة المؤسسة كما يلي: (أ) القيام بأعمال المقاصة والتسوية للمعاملات بين مختلف الأسواق العربية؛ (ب) القيام بمهمة مركز الإيداع والسجل المركزي؛ (ج) تيسير العمليات المتعلقة بإدراج وتداول الأوراق المالية للشركات العربية.

ويتصدى الاتحاد لقضية نشر الثقافة بين المستثمرين التي تكتسي نفس القدر من الأهمية. وربما لا يدرك المستثمرون الإقليميون المحتملون الفرص الجديدة التي يوفرها الربط بين أسواقهم للأوراق المالية. وتقوم شبكة الأسواق المالية العربية التي أنشأها الاتحاد بدور رئيسي في توعية المستثمرين وتشجيع الشفافية بين الأسواق العربية للأوراق المالية. وتتوفر للمستثمرين من خلال الشبكة إمكانية وصول سهلة إلى المعلومات بالاتصال المباشر في الوقت المناسب عن وضع الشركات المدرجة للتداول وأسعار الأسهم ومؤشرات الأسواق في شتى أرجاء المنطقة، وتمثل خزانة للمعلومات بشأن الشركات المدرجة، والمعلومات المتعلقة بقواعد وأنظمة الأسواق المختلفة للأوراق المالية والأخبار المستوفاة عن أسواق الأوراق المالية والبحوث وتحليلات الأسواق المالية، وتوجيه الأوامر وتغطية الأحداث المباشرة وأنشطة الأسواق. وأكملت هذه المرحلة من مشروع الاتحاد بإنشاء موقع إلكتروني لشبكة الأسواق المالية العربية.

والهدف من المرحلة الثانية للشبكة هو تيسير الربط الإقليمي بين أسواق الأوراق المالية من خلال إنشاء بورصة ظاهرية للأوراق المالية عن طريق الاتصالات الإلكترونية، يشار إليها فيما بعد باسم "الشبكة"؛ ويجري حالياً تطوير هذه الآلية<sup>(٤٩)</sup>. واقترح الاتحاد تشكيل مؤسسة للبورصات العربية لتحديد أنشط الأوراق المالية تداولاً بحيث يمكن إدراجها إلكترونياً في جميع الأسواق العربية للأوراق المالية، مما ييسر المعاملات العابرة للحدود، ويحسن إمكانية الوصول إلى أموال الاستثمار الإقليمية بالنسبة للشركات العربية<sup>(٥٠)</sup>. وستدمج الشبكة وصلات البنية الإلكترونية بين الوسطاء وأسواق الأوراق المالية المترابطة للوفاء بشتى القواعد والأنظمة المنطبقة علىفرادى الأسواق. وستكون الوصلة البينية غير منظورة بالنسبة للوسيط، وستظهر الشركات المشاركة مدرجة في البورصة الظاهرية الموحدة، عندما تصبح في الواقع

<sup>(٤٨)</sup> ArabicNews.com, "Heads of the Gulf stock markets in Mascut [sic] to tackle improvements", Gulf, Economics Section (5 March 2000).

<sup>(٤٩)</sup> Arab Financial Markets Network, home page (<http://www.alshabaca.com/mefn/home/aboutprofile.html>), accessed on 4 August 2003.

<sup>(٥٠)</sup> مقابلة مع صغفق الركابي، الأمين العام، اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية (القاهرة، ١١ آذار/مارس ٢٠٠٣).

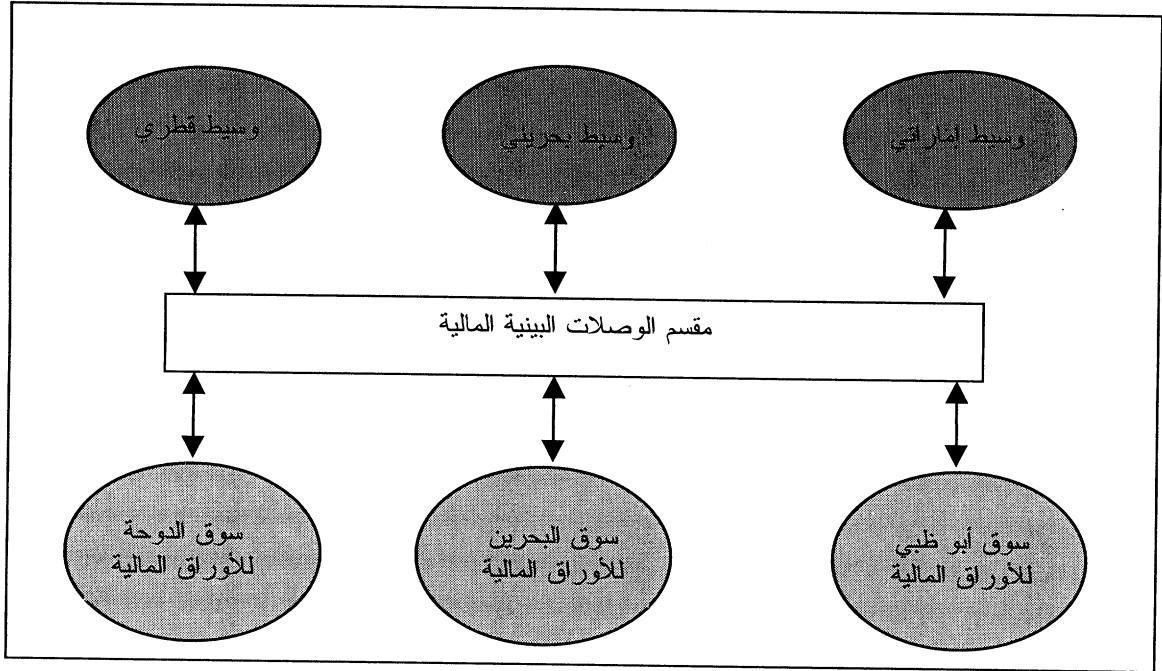
مدرجة في أسواقها المحلية للأوراق المالية وتنظمها القواعد والأنظمة المحلية. وبهذا المعنى ستكون البورصة الظاهرية أيسر من تنفيذ منصة تداول عربية واحدة، تتطلب التنسيق الكامل للأنظمة وتوحيد التشريعات المالية وستتوفر معلومات شاملة عن قواعد وأنظمة كل سوق للأوراق المالية لصالح المستثمرين من خلال الموقع الإلكتروني لشبكة الأسواق المالية العربية. ويجب أن يتعرف المستثمرون العرب الذين يشاركون في الأسواق الرأسمالية المتقدمة في خارج المنطقة على القواعد واللوائح النازمة لمعاملاتهم في هذه البورصات؛ ولا غنى للمستثمرين من داخل المنطقة الذين يمارسون المعاملات من خلال البورصة الظاهرية العربية للأوراق المالية عن فعل الشيء نفسه. وبموجب نظام "الشبكة"، ستحتفظ كل بورصة وطنية بهويتها ونكهتها المحلية لخدمة احتياجات شركاتها المحلية على نحو أفضل. غير أن الشبكة ستيسر أيضا المعاملات العابرة للحدود، بتوفير إمكانية وصول أسرع وأفضل للمستثمرين إلى أسهم الشركات العربية المدرجة للتداول في شتى أرجاء المنطقة.

ويمكن استخدام عدد من الاستراتيجيات المختلفة لتيسير تدفقات الاستثمار بين بلدان المنطقة وربط الأسواق المالية. أولاً، يمكن لشركة ما أن تدرج أسهمها في أكثر من بورصة واحدة لزيادة فرصة الحصول على أموال رأسمالية. وعلى سبيل المثال، أدرجت مؤسسة الاتصالات القطرية (كيوتل) في سوق الدوحة للأوراق المالية وسوق البحرين للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بصورة مشتركة، مما أتاح للشركة فرصة الحصول على استثمارات في جميع البلدان الثلاثة. وأمضى مدراء "كيوتل" وقتاً طويلاً وأنفقوا مبالغ هامة في التعرف على قواعد وأنظمة كل سوق من أسواق الأوراق المالية وتلبية متطلباتها من حيث إجمالي القيمة السوقية والإفصاح المالي والإدراج والرسوم وما إلى ذلك. وهذه طريقة باهظة الكلفة لجمع رأس المال السهمي بالنسبة للجميع باستثناء كبرى الشركات. وثمة خيار ثان هو أن تعتمد الشركة إلى زيادة فرص وصولها إلى أموال الاستثمار الإقليمية بالسعي لدى حكوماتها للسماح للمستثمرين الأجانب بالوصول إلى أسواقها المحلية للأوراق المالية. ومن شأن هذا، في حالة كيوتل أن يزيل الحاجة إلى الإدراج المشترك في البورصات الثلاث والتكاليف المتصلة بهذا. غير أنه كان سيكتفي على المستثمرين في الإمارات العربية المتحدة والبحرين استيعاب تكاليف جديدة تتصل بالحصول على المعلومات المالية في الوقت المناسب عن الشركة المدرجة خارج سوقيهما للأوراق المالية، والتسجيل كمستثمرين أجانب في سوق الدوحة للأوراق المالية وممارسة المعاملات من خلال شركة وساطة قطرية. وثمة استراتيجية ثالثة يشجعها اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية من خلال مشروعه لإقامة شبكة، هي ربط الأسواق العربية للأوراق المالية إلكترونياً. وهذا الشكل يتيح أسهم كيوتل المدرجة للتداول في سوق الدوحة للأوراق المالية للوسطاء المحليين في الإمارات العربية المتحدة والبحرين من خلال مقسم الوصلات البيئية المالية، كما لو كانت الأسهم مدرجة بصورة مشتركة في سوقيهما المحليين للأوراق المالية. وستكون وصلة الشبكة شفافة بالنسبة للوسطاء والمستثمرين وستكون مبرمجة، حسبما ذكر من قبل، لتلبية شتى قواعد وأنظمة فرادى أسواق الأوراق المالية (انظر الشكل<sup>(٥١)</sup>). ويمكن للبورصة الظاهرية التي تيسر التداول العابر للحدود زيادة عمق السوق المالية العربية وكمية السيولة بها، وخفض تكاليف المعاملات المرتبطة بهذا التداول، وتوفير المعلومات في الوقت المناسب من خلال أحدث التكنولوجيات، والمساعدة على تفادي عدم كفاية المعلومات والحياسة الطويلة للأوراق المالية التي تتصف بها عادة الأسواق العربية للأوراق المالية.

---

(٥١) مقابلة مع محمد الكبيسي، المدير التنفيذي، الشبكة العربية للأسواق المالية (أبو ظبي، ٧ حزيران/يونيو ٢٠٠٣).

الشكل - مثال لآلية فعالة للتداول الإلكتروني العابر للحدود



## ثانيا- ربط الأسواق المالية والمتطلبات التقنية

### ألف- تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط أسواق الأوراق المالية

يتناول هذا الفصل بالتحليل الاختلافات بين التشريعات المالية والأطر المؤسسية التي تمثل الهيكل الأساسي لأسواق رأس المال في البلدان الأعضاء في الإسكوا. والواقع أن إدارة وتنظيم الأسواق ومتطلبات الإدراج والإفصاح وإجراءات التداول والتسعير جميعها متباينة، إلى حد أن لكل سوق شكله وقيمه الخاصة، فضلا عن العوامل المتأصلة فيه للنجاح والفشل. كما أن مستويات تطور الأسواق متباينة إلى حد بعيد. ولكل سوق تاريخه وتجاربه وآلياته، مما يجعل التعميمات على المستوى الإقليمي صعبة<sup>(٥٢)</sup>. وترد في هذا الفصل أمثلة من أسواق مختارة للأوراق المالية في البلدان الأعضاء في منطقة الإسكوا لكل موضوع من المواضيع التشريعية والمؤسسية المتناولة فيه.

وأهم العوامل اللازمة لتنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية، اللذين لم يتحقق أي منهما إلى الآن في البلدان الأعضاء في الإسكوا، على الرغم من الإصلاحات التي أدخلت على الأسواق في الآونة الأخيرة. وكانت أنجح تجربة ربط تحققت في المنطقة هي تلك التي أنجزت بين الكويت ولبنان ومصر، على الرغم من العقبات التي واجهتها في الممارسة العملية، وبخاصة الافتقار إلى مؤسسة إقليمية للمقاصة والتسوية (أخبرت الاختلافات حول قيمة الاشتراكات الرأسمالية افتتاح المؤسسة؛ انظر الفصل الأول). وشجعت هذه التجربة استحداث طريقة جديدة لتحسين أداء التداول الإلكتروني للأوراق المالية الأكثر نجاحا. غير أن هذه الجهود لا تقلل من ضرورة تحسين التشريعات في أسواق الأوراق المالية في المنطقة بغية تحسين الأوضاع لتيسير الربط الفعال بين الأسواق العربية.

### ١- الإطار التشريعي

إن وجود بيئة قانونية واقتصادية واجتماعية ثقافية مستقرة وداعمة يشجع استثمار رأس المال في البلدان النامية بصفة عامة وفي البلدان العربية بصفة خاصة. كما أن نمو المدخرات وتطوير الهياكل المالية يؤثران ويتأثران بهذه العوامل. ولا يكفي وجود تشريعات مناسبة وآليات وممارسات رقابة فعالة لتشجيع الاستثمار وتعزيز التداول في سوق معينة؛ ذلك أنه من الضروري اتخاذ تدابير من قبيل تقديم حوافز ضريبية وضمان توافر المعلومات كما أن القوانين التي تحمي المستثمرين حيوية كذلك، بالنظر إلى أنها توفر الشعور بالثقة<sup>(٥٣)</sup>. ويتألف الإطار التشريعي لأسواق الأوراق المالية من القوانين والقرارات المتعلقة بالشركات والأوامر التنفيذية، التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية. والقرارات المتعلقة بالشركات ذات أهمية بالغة، شأنها في ذلك شأن الصكوك القانونية ذات الصلة مثل إجراءات ترويج الاستثمار والقوانين والقواعد المصرفية النازمة لممارسات تدقيق الحسابات. وثمة مجالان يتطلبان الاهتمام في معرض تكييف البيئة القانونية وفقا لحاجات سوق الأوراق المالية: أولهما تنسيق القوانين المتصلة بإصدار الأوراق المالية وتبادلها والاستثمار فيها؛ وثانيهما إنجاز توازن بين دوري هذه القوانين في مجالي تدقيق الحسابات والتطوير. بدءا بالأهداف، التي تشمل تنظيم الأسواق وتطويرها بطريقة تضمن المصادقية.

(٥٢) الشركة العربية لضمان الاستثمار، أسواق رأس المال العربية ١٩٨٥ (الكويت)؛ انظر أيضا سليمان المنذري، أطروحة دكتوراه تتصل بالأسواق العربية موضوعها: نشأتها التاريخية، خصائصها الأساسية وإمكانيات التكامل فيما بينها (بيروت، منشورات الرازي، ١٩٨٧).

(٥٣) سليمان المنذري، "البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية"، الأهرام، التقارير المالية، رقم ٩٦، القاهرة، كانون الثاني/يناير ١٩٩٦، الصفحة ٣٠.

ولا يعني توافر التشريعات والمؤسسات ذات الصلة الكثير بدون وجود حد أدنى من التنسيق والتطابق بين قوانين بلد ما؛ ووجود مجموعة قوانين متسقة داخلياً، تطبق في إطار مؤسسي مناسب، وتنشئ البنية التحتية الضرورية للسوق المالية الناجحة، التي تستجيب لمطالب المدخرين والمستثمرين وتضمن استمرار وساطة السماسرة في السوق<sup>(٥٤)</sup>.

#### (أ) قوانين وأنظمة سوق الأوراق المالية

يشمل قانون سوق الأوراق المالية القواعد الأساسية المتعلقة بأهداف وعوامل السوق وإدارتها وتنظيمها المالي. كما يعين وينظم علاقات السوق ويحدد إجراءات وهيكل العمليات، والتدابير التي تتبع في إدراج وتداول الأسهم، ومتطلبات الإفصاح. وهذا القانون تفسره اللوائح التنفيذية التي توضحه من خلال التطبيق والتوسع.

وتتناول قوانين الأسواق المالية في عدد من البلدان الأعضاء في الإسكوا نفس القضايا والاهتمامات الأساسية، بما في ذلك الإدارة والهيكل المؤسسي والعضوية ومتطلبات الإدراج والإفصاح المالي وإجراءات التداول والتسعير.

#### (١) الإدارة والهيكل المؤسسي

يشمل الهيكل المؤسسي للسوق الآليات المختلفة لإدارة أنشطة التداول والإشراف عليها. وهناك اختلافات في التنظيم القانوني للأسواق في منطقة الإسكوا. ففي البحرين وقطر والكويت ولبنان، تشمل إدارة الأسواق كلتا الوظيفتين التنفيذية والإشرافية، تحت مظلة لجنة الأوراق المالية والبورصات. وفي أسواق الأردن ومصر وبلدان مجلس التعاون الخليجي، فإن هذين الدورين مقسمان بين مؤسستين، إحداهما مسؤولة عن بورصة الأوراق المالية والأخرى مسؤولة عن الإشراف. ولكل خيار مزاياه وعيوبه. والنظام الأول، الذي يوحد إدارة القطاع المالي والإشراف عليه في نطاق هيئة عامة للخدمات المالية، يتبع النموذج البريطاني؛ أما النظام الثاني، الذي يعطي مسؤولية الإشراف على السوق إلى مؤسسات للخدمات المالية، فإنه يستند إلى النهج الأمريكي. وحسبما تشير الدراسات الحديثة، فإن الدروس المستفادة من الأزمة الاقتصادية التي حدثت في جنوب شرقي آسيا تؤكد أن توحيد إدارة القطاع المالي والإشراف عليه أفضل من الخيار الثاني بالنظر إلى أنه يوفر بيئة أفضل لتأمين الاقتصاد الوطني ضد الصدمات الداخلية والخارجية<sup>(٥٥)</sup>.

ومصر هي أول بلد عربي يفصل المسؤوليات التنفيذية عن المسؤوليات الإشرافية. وتمارس الهيئة العامة لسوق المال - التي أنشئت بموجب القرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ لتطوير وتنظيم السوق - الرقابة على السوق وتوفير المعلومات، عن السوق - وتشرف على التداول في بورصتي القاهرة والإسكندرية<sup>(٥٦)</sup>. وقررت الأردن، بعد استعراض تجربتها في إنشاء بورصة عمان وتشريعاتها بشأن إصدار الأوراق المالية، إنشاء هيئة الأوراق المالية كوكالة إشرافية. وتشير المادة ٧ من القانون ذي الصلة إلى أن

(٥٤) أحمد أبي سرور، ورقة عن أسواق الأوراق المالية: نحو التطوير لمواجهة التحديات، أعدت لتقديمها في اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، القاهرة، ١٥-١٧ حزيران/يونيو ١٩٩٧.

(٥٥) منير هندي، تقرير منشور عن دراسة بشأن آليات إعادة هيكلة سوق الكويت للأوراق المالية.

(٥٦) بنك مصر، "سوق الأوراق المالية في مصر: المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة: ١٩٩٠-١٩٩٦"، أوراق بنك مصر البحثية، الورقة رقم ١ (١٩٩٧)، الصفحة ١٠.

الهيئة تأخذ على عاتقها توفير المناخ المستقر والملائم لتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية. كما تضطلع بمسؤولية تنظيم وتطوير سوق المملكة للأوراق المالية والإشراف عليها، وحماية حقوق المساهمين والمستثمرين، ومعاينة من يشتركون في أنشطة غير قانونية أو محاولة إساءة استخدام النظام بصفة عامة<sup>(٥٧)</sup>.

وتعطي القوانين النازمة للأسواق في بلدان مثل الكويت ولبنان وقطر، الموحدة فيها الأدوار التنفيذية والإشرافية، لأفرقة إدارة أسواق الأوراق المالية سلطة واسعة للإشراف على شتى الأنشطة. وفي الكويت، على سبيل المثال، يترأس وزير التجارة والصناعة لجنة سوق الأوراق المالية. وتضم اللجنة المدير العام للسوق واثنين من ذوي الخبرة والمعرفة يختارهما مجلس الوزراء وأربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت، يجوز لأحدهم القيام بدور الوسيط. ويشمل هيكل الإدارة لجنة فرعية يرأسها قاضٍ لحل المنازعات. ويقوم هذا الفريق بطائفة واسعة من الوظائف الإدارية لفترة أربع سنوات.

وتمشياً مع الاتجاه صوب خصخصة القطاع العام وتعزيز دور القطاع الخاص، شرّعت بعض الحكومات في خصخصة أسواقها للأوراق المالية. وفي الأردن، فُصّلت البورصة عن إشراف السلطة التشريعية والسلطة التنفيذية. وأعطى للوسطاء الذين يعملون في السوق الحق في إدارتها كهيئة اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري. وفي مصر، حتى على الرغم من فصل الإشراف عن الإدارة فإن السوق لا تزال تعتبر مؤسسة حكومية. وبين رئيس الهيئة العامة لسوق المال في مصر مؤخراً أن ثمة خطراً للتنظيم الذاتي لبورصتي القاهرة والإسكندرية، حيث يدير ١٨ مصرفياً وممثلو شركات تأمين ووساطة ومستثمرون سوق الأوراق المالية المخصصة<sup>(٥٨)</sup>.

## (٢) العضوية

تنص قوانين أسواق الأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا على أن أعضاء السوق هم شركات المساهمة المدرجة ووسطاء السوق المعتمدين. وتحدد القوانين والأنظمة التنفيذية المتطلبات القانونية للوسيط ودوره المؤسسي، فضلاً عن التزاماته وحقوقه. وتختلف التعاريف القانونية للوسطاء من بلد إلى آخر، ولكن توجد سمة مشتركة هي أن تداول الأوراق المالية ينبغي أن يتم في مقصورة السوق من خلال وسيط مسجل. ويلاحظ اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية ما يلي في دراسة مقارنة بشأن القوانين المنظمة للوساطة في الأسواق العربية للأوراق المالية<sup>(٥٩)</sup>:

(أ) تعتبر التشريعات في قطر ومصر وعمان أن تداول الأوراق المالية المدرجة يكون غير قانوني إذا لم تنفذ المعاملات من خلال وسطاء رسميين، وتقتصر تداول الأوراق المالية على مقصورة السوق، وتحظر أي شكل آخر من أشكال التداول؛

(ب) تجيز التشريعات في البحرين والكويت وعمان تداول الأوراق المالية المدرجة خارج الموقع المحدد بشرط أن يتم التبادل وفقاً لأنظمة معينة. وعلى الرغم من أن هذا قد يعتبر نوعاً من التقييد، فإنه يتيح إمكانية التداول في الأوراق المالية المدرجة خارج هذه الأسواق. ولعل الأفضل السماح ببيع وشراء الأوراق

(٥٧) هيئة الأوراق المالية الأردنية، "قانون الاستثمار، القانون رقم ٢٣ لسنة ١٩٧٧" (<http://www.jsc.go.jo>).

(٥٨) عبد الحميد إبراهيم، بيانات نشرت في صحيفة الأهرام (القاهرة ٧ تموز/يوليو ٢٠٠٣)، الصفحة ١٢.

(٥٩) عادل علام، ورقة عن الوساطة في الأسواق العربية للأوراق المالية: دراسة مقارنة عن القوانين النازمة لمهنة الوساطة، أعدت لتقديمها إلى المؤتمر السنوي لاتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، دمشق، ١-٣ حزيران/يونيو ١٩٩٦، الصفحة ٣.



المالية المدرجة في سوق محددة في جميع الظروف من خلال الوسطاء المدرجين في السوق. وتضمن هذه الطريقة سلامة هذه المعاملات وتتيح للسلطات الإشراف عليها<sup>(٦٠)</sup>.

وتختلف الأسواق في البلدان الأعضاء في الإسكوا في تعريفها للوسطاء. وتجزئ الأردن والبحرين وقطر ولبنان للأفراد العمل بهذه الصفة، على حين تقصر، في الإمارات العربية المتحدة والكويت ومصر وعمان، أنشطة الوساطة في الأسواق على الشركات. وتجزئ بعض بلدان مجلس التعاون الخليجي لشركات السمسرة الدولية القيام بأعمال الوساطة، بشرط أن تقيم فروعاً محلية لأداء هذه الوظيفة. وتتفق معظم الأسواق العربية للأوراق المالية على شروط تسجيل الوسطاء والترخيص لهم بالعمل وعلى متطلبات البدء المتصلة بالحد الأدنى للاحتياطات الرأسمالية والضمانات المصرفية والمؤهلات العلمية والتخصص في الميدان والسلطة القانونية لممارسة العمل. ويوجد في بعض الأسواق ميثاق شرف بأن يلتزم الوسطاء بقواعد سلوك خاصة بالمهنة وإقامة علاقات طيبة بين الوسطاء؛ وقد وضع اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية ميثاق شرف من هذا النوع للوسطاء العرب<sup>(٦١)</sup>. وفي بعض الحالات توجد جمعيات يمكن للوسطاء الانضمام إليها.

وتحدد أنظمة الشركات التي تنص عليها قوانين الأسواق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا مسؤوليات الوسطاء في الأسواق التي يعملون بها، وكذلك العقوبات التي تفرض في حالة عدم الوفاء بواجباتهم والتزاماتهم تجاه عملائهم؛ وتنظم الإشراف على أنشطة الوساطة. ويغطي الإشراف ما يحدث داخل السوق وضمان إتباع الإجراءات السليمة؛ ويمثل هذا مسؤولية رئيسية لفريق الإدارة. ويتوقع من الوسطاء تزويد المشرفين بأي وثائق يطلبونها. كما أنه لاغنى عن الامتثال الذاتي لقواعد السلوك المهني كيما يتاح لأسواق الأوراق المالية القيام بوظائفها<sup>(٦٢)</sup>.

### (٣) متطلبات الإدراج في أسواق الأوراق المالية

تتحمل كل شركة مسؤولية استيفاء متطلبات الإدراج، التي تمثل عنصراً أساسياً في عمل السوق بالنظر إلى تأثيرها الكبير على توفير الأوراق المالية التي تدرج في السوق. وتشترك بعض البلدان الأعضاء في الإسكوا في بعض قواعد ومتطلبات إدراج الشركات في بورصاتها، ولكن هناك من الاختلافات ما يكفي لمنع التوحيد. ويرد أدناه استعراض للأنظمة ذات الصلة في أسواق مصر والأردن والكويت ولبنان وعمان وقطر والإمارات العربية المتحدة، يركز على متطلبات الإدراج في السوق الأولية.

#### أ- المتطلبات الرأسمالية

تشتمل الأمثلة على المتطلبات الرأسمالية على ما يلي:

- (أ) تتطلب سوق أبو ظبي أن يكون إصدار الأوراق المالية المدرجة من شركات مساهمة برأس مال مدفوع لا يقل عن ٥٠ في المائة من القيمة المدرجة، بحد أدنى ٢٠ مليون درهم إماراتي (٥,٤ مليون دولار تقريباً)<sup>(٦٣)</sup>؛

(٦٠) المرجع نفسه.

(٦١) اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، "ميثاق شرف للوسطاء" (الكويت، ١٩٩٧).

(٦٢) عادل علام، "ورقة عن الوساطة في الأسواق العربية للأوراق المالية ٢٠٠٠" المرجع السابق، الصفحة ٣٢.

(٦٣) سوق أبو ظبي للأوراق المالية، الإدارة، الأهداف العضوية، منشور تمهيدي (أبو ظبي، ٢٠٠٠).

(ب) يشترط قانون سوق البحرين ألا يقل رأس المال المدفوع لشركة مدرجة عن ١ ٣١٥ ٠٠٠ دولار وأن تكون قيمة الأسهم ٥٠٠ ٠٠٠ دولار على الأقل؛

(ج) في بورصة بيروت، يجب أن يكون رأسمال الشركة المدرجة ما يعادل ٣ ملايين دولار بالليرات اللبنانية كحد أدنى. وينبغي ألا يقل المساهمون الذين يمثلون ٢٥ في المائة من رأس مال الشركة ٥٠ فرداً مختلفاً على الأقل<sup>(٦٤)</sup>؛

(د) في مصر، ينص قرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي الإسكندرية والقاهرة على أن تكون الأسهم المتاحة للإصدار العام مساوية لثلاثين في المائة على الأقل من مجموع أسهم الشركة وهناك شرط آخر هو دفع رأس المال المصدر بالكامل وبما يعادل ٢٠ مليون جنيه مصري كحد أدنى (٣,٣ مليون دولار). وتوجد قائمتان رسميتان في السوق المصرية: الأولى تشمل الأوراق المالية للشركات التي استوفت الشروط الضرورية؛ وتشمل الثانية الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وتتيحها كإصدار عام، والأوراق المالية التي يصدرها القطاع العام ولكنها لا تدرج بالضرورة في إصدار عام والأوراق المالية للشركات غير المستوفية للحد الأدنى الضروري من المساهمين. وتوجد قائمة غير رسمية، مقسمة أيضاً إلى فئتين، تدرج بها الأوراق المالية غير المستوفية لمتطلبات رأس المال ومن ثم لا يمكن إدراجها في القائمتين الرسميتين. وتشمل القوائم غير الرسمية الشركات التي تفقر، على سبيل المثال، إلى العدد اللازم من المساهمين أو التي لا تعرض نسبة كافية من أوراقها المالية للتداول. وتدرج الأوراق المالية الأجنبية أيضاً في القوائم غير الرسمية<sup>(٦٥)</sup>؛

(هـ) في الكويت، يشترط القرار رقم ١ لسنة ١٩٩٣ بشأن إقرار وإدراج الأسهم للتداول ألا يقل رأس المال المدفوع للشركة المدرجة عن مليون دينار كويتي (٣,٤ مليون دولار تقريباً) أو ما يعادل ذلك بعملة أخرى<sup>(٦٦)</sup>؛

(و) وفقاً للمادة الخامسة من توجيهات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان يجب ألا يقل رأس المال المدفوع أو إجمالي القيمة السوقية للشركات في الأردن عن مليوني دينار أردني (٢,٨ مليون دولار تقريباً) كشرط لإدراج الأوراق المالية، ويجب أن يكون قد تم تداول ١٠ في المائة على الأقل من أسهم الشركة خلال الإثنى عشر شهراً السابقة على تغيير الإدراج من السوق الثانوي إلى السوق الأولى<sup>(٦٧)</sup>. (تشمل بورصة عمان ثلاثة أسواق؛ القائمة الأولى والثانية ويجري فيها تداول الأوراق المالية وفقاً لقواعد إدراج خاصة، أما القائمة الثالثة فتتداول الأوراق المالية غير المدرجة في السوق)<sup>(٦٨)</sup>.

(٦٤) بورصة بيروت، "عمليات التداول"، وثيقة معلومات رقم 516/96/Mh.

(٦٥) المرجع نفسه، الصفحة ٨، انظر أيضاً، مصر، الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي ٢٠٠٠ (القاهرة، ٢٠٠٠)، الصفحة ٤٢.

(٦٦) سوق الكويت للأوراق المالية، متطلبات الإدراج للأوراق المالية وصناديق الاستثمار (الكويت، المكتب الفني، ١٩٩٣)، الصفحة ٢٠.

(٦٧) الأردن، "إجراءات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان" المادة ٥ من توجيهات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان بموجب أحكام المادة ٢٦ ألف من القانون ٢٣ لسنة ١٩٩٧.

(٦٨) المرجع نفسه.

## ب- متطلبات حقوق المساهمين

تشتمل الأمثلة على متطلبات حقوق المساهمين على ما يلي:

- (أ) تشترط سوق أبو ظبي للأوراق المالية أن تكون حقوق المساهمين لكل مجموعة أسهم تصدرها الشركة متساوية وأن تتجاوز قيمة الأسهم رأس المال المدفوع للشركة بما لا يقل عن ٢٠ في المائة<sup>(٦٩)</sup>؛
- (ب) المرسوم التنفيذي رقم ٧٦٦٧ لسنة ١٩٩٥ بشأن بورصة بيروت لا يشير إلى متطلبات تتعلق بحقوق المساهمين؛
- (ج) وفقاً للقرار الذي اعتمدته الهيئة العامة لسوق المال في مصر يجب ألا تقل حقوق المساهمين في نهاية السنة عن بداية نفس السنة؛
- (د) تشير أنظمة سوق الكويت للأوراق المالية إلى حقوق المساهمين؛
- (هـ) تشترط سوق عُمان للأوراق المالية أن تتجاوز حقوق المساهمين، بالنسبة لشركة تطلب الإدراج، رأس المال المدفوع بنسبة ١٠ في المائة على الأقل، في نهاية السنة السابقة على الطلب.

## ج- متطلبات فترة النشاط السابقة على الإدراج

تشتمل الأمثلة على متطلبات فترة النشاط ما يلي:

- (أ) في سوق أبو ظبي، يجب أن تكون كل شركة ترغب في إدراج أوراقها المالية قد أنشئت قبل سنتين على الأقل، وأن تكون قد أصدرت بيانات مالية سنوية روجعت حساباتها من قبل طرف أو أطراف مأذون لها بذلك؛
- (ب) في السوق المصرية، يجب أن تكون الشركة المصدرة قد نشرت تقارير مالية عن السنوات الثلاث السابقة لطلب الإدراج، ويجب أن تكون التقارير مستوفية لجميع المتطلبات القانونية ذات الصلة؛
- (ج) للمشاركة في سوق الكويت، يجب أن تكون الشركة قد استوفت متطلبات فترة النشاط المحددة في القانون ذي الصلة (القوانين ذات الصلة) في بلد المنشأ؛ ويظهر أن هذه الأحكام تنطبق على الشركات الكويتية والأجنبية على السواء. ولا تشمل المادة الثانية من المرسوم رقم ١ لسنة ١٩٩٣ أي متطلبات لفترة النشاط.

## د- متطلبات أرباح الشركات

تشتمل الأمثلة على الأنظمة المتعلقة بأرباح الشركات على ما يلي:

---

(٦٩) سوق أبو ظبي للأوراق المالية، الإدارة، الأهداف، العضوية.

(أ) في سوق أبو ظبي، يجب أن تكون الشركة الراغبة في الإدراج قد حققت أرباحاً سنوية مقدارها ٥ في المائة على الأقل خلال السنتين السابقتين على طلب الإدراج، ويجب أن تكون الأرباح قد وزعت على المساهمين؛

(ب) لا توجد قواعد بشأن الأرباح بالنسبة للشركات الراغبة في الإدراج في بورصة بيروت؛

(ج) في السوق المصرية، يشير قرار اتخذه مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال إلى ضرورة أن تكون الشركة قد حققت ربحاً مقداره ٥ في المائة (باستثناء الضرائب) في السنة السابقة على الإدراج كيما يتم قبولها<sup>(٧٠)</sup>؛

(د) يشير المرسوم رقم ١ لسنة ١٩٧٣ إلى أنه لا ينبغي أن تكون الشركة الراغبة في الإدراج في سوق الكويت للأوراق المالية قد تكبدت خسائر خلال السنة السابقة (على الرغم من أنه يمكن أن يوجد سبب كاف لتعليق هذا الشرط)؛

(هـ) تشترط بورصة عمان أن تكون الشركة قد حققت بعض الأرباح قبل خصم الضرائب في السنة السابقة على طلب الإدراج.

#### هـ - متطلبات عدد المساهمين

تقتضي بعض الأسواق المالية في المنطقة متطلبات خاصة تتعلق بحقوق المساهمين ومبيعات الشركة وحجم التداول وعدد المساهمين. وتتطلب بورصتا القاهرة والإسكندرية أن يكون عدد المساهمين في الشركة ١٥٠ فرداً على الأقل، بصرف النظر عن الجنسية، كما وضعت بورصة عمان وسوق الدوحة للأوراق المالية حداً أدنى مناظراً مقداره ١٠٠ فرد لكل شركة. أما بورصة بيروت فتطلب أن تكون نسبة ٢٥ في المائة من أسهم الشركة مملوكة لمجموعة لا تقل عن ٥٠ مساهماً مختلفاً.

#### و - المتطلبات المتعلقة بإدراج الشركات الأجنبية

تنص القوانين المالية للبلدان الأعضاء في الإسكوا بصفة عامة على نفس المتطلبات المتعلقة بالشركات الأجنبية والمحلية على السواء، مع بعض الأحكام الإضافية التي تشمل حماية حقوق المستثمرين وضمان نزاهة التداول. ويشير استعراض لقواعد إدراج الأوراق المالية الأجنبية في أسواق نخبة من البلدان الأعضاء في الإسكوا إلى ما يلي:

(أ) في سوق أبو ظبي، تخضع الأوراق المالية وغيرها من الصكوك المالية التي تصدرها الشركات الأجنبية لمتطلبات الإدراج المحلية؛

(ب) فيما يتعلق ببورصتي القاهرة والإسكندرية، تشترط الهيئة العامة لسوق المال في مصر أن تدرج الأوراق الأجنبية في القوائم غير الرسمية، وبشرط استيفاء نفس المتطلبات التي تنطبق على

---

(٧٠) مصر، الهيئة العامة لسوق المال، "القرار رقم ٣٠" (١٨ حزيران/يونيو ٢٠٠٢).

الشركات المصرية<sup>(٧١)</sup>. وبالإضافة إلى ذلك، يجب أن تكون الورقة مدرجة في بورصة أجنبية تشرف عليها سلطة تمارس إجراءات مماثلة لإجراءات الهيئة العامة لسوق المال في مصر، وأن تكون الأسهم بعملة أجنبية تُصرف بالجنيه المصري، وأن تطبق الشركة الأجنبية معايير المراجعة والمراقبة الدولية في إعداد تقاريرها المالية. ويجب نشر هذه التقارير، مرفقاً بها بيانات المراجعين والتفسيرات اللازمة، في طبعة صباحية من إحدى الصحف اليومية العامة الواسعة الانتشار التي تصدر في مصر، خلال شهر من اعتمادها في البلد مقر الشركة؛

(ج) فيما يتعلق ببورصة بيروت، تجيز المادة ٨٣ من القانون ٧٦٦٧ لسنة ١٩٩٥ أن تطلب الشركات الأجنبية أدرجها في السوق الرسمي أو المناظر<sup>(٧٢)</sup>. وتشير المادة ٨٦ إلى أن نفس المتطلبات تنطبق على الشركات اللبنانية والأجنبية الساعية إلى الإدراج. ويجب أن تستعمل طريقة محاسبية مقبولة دولياً في جميع المستندات المالية. وتعطي المادة ٨٧ لجنة السوق الحق في رفض أي أو جميع المستندات في أي ملف يقدمه مصدر أجنبي، حتى إذا استوفيت جميع المتطلبات الأخرى<sup>(٧٣)</sup>؛

(د) في الكويت، يطلب القانون المعتمد في عام ١٩٨٦ من جميع الشركات المساهمة غير الكويتية أن تقدم المستندات الضرورية لاستيفاء جميع المتطلبات عند التقدم بطلب للإدراج<sup>(٧٤)</sup>. وينبغي أن تثبت الشركة إما أنها مدرجة في بورصة دولية مقبولة لدى لجنة سوق الأوراق المالية في الكويت أو أن نسبة ٢٥ في المائة من رأسمالها متاحة للإصدار العام في الكويت. ويجب أن يبلغ رأس المال المدفوع ٥ ملايين دينار كويتي على الأقل، وألا تكون الشركة قد تكبدت خسائر على مدى السنتين السابقتين على طلب الإدراج، ويجب ألا يتعارض عقد الشركة والنظام الأساسي لعملياتها مع قوانين الكويت. ويمكن عدم فرض قيود على حقوق المساهمين الجدد في تداول الأوراق المالية للشركة. ويجب أن تلتزم الشركات المساهمة غير الكويتية المدرجة في السوق بالقوانين المالية ذات الصلة؛ وفي هذا السياق، يتعين تقديم التقارير المالية التي تطلبها لجنة سوق الأوراق المالية في الوقت المناسب، جنباً إلى جنب مع اسم وعنوان المراجع المالي للتقارير. كما يجب على الشركة أن تبلغ إدارة السوق بأي قرارات يمكن أن تؤثر على سعر أوراقها المالية المدرجة. ويجب أن تتم معاملات التداول التي تشمل الأوراق المالية للشركات الأجنبية المدرجة من خلال شركات الوساطة المختارة من قبل إدارة السوق. أما الشركات المساهمة التي يكون منشؤها في أي من دول مجلس التعاون الخليجي فهي معفاة من هذه المتطلبات؛

(هـ) تشير المادة ١٤ من التوجيهات المتعلقة بإدراج الأوراق المالية في بورصة عمان إلى أن أحكام وشروط إدراج الأوراق المالية تنطبق على الشركات الأردنية وغير الأردنية على قدم المساواة. ويجب ما يلي بشأن إدراج الأوراق المالية غير الأردنية (باستثناء الصناديق المشتركة): يجب أن تكون الأوراق المالية قد أدرجت لمدة سنتين على الأقل في سوق غير أردني يجيز أيضاً إدراج الأوراق المالية الأردنية إذا استوفت متطلباتها، وألا تشتمل مواد انتساب الشركة المدرجة على أي أحكام تحظر نقل الملكية. غير أنه إذا رغبت شركة أردنية في إدراج أوراقها المالية في أي بورصة خارج المملكة، فإنه يجب عليها إبلاغ سلطات السوق بأسباب الطلب. ويرسل هذا التفسير، مشفوعاً بأراء سلطات السوق إلى لجنة الأوراق المالية للحصول على الإذن المطلوب (وفقاً للمادة ١٥).

(٧١) المرجع نفسه.

(٧٢) لبنان، الجريدة الرسمية، العدد ٥١ (كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٥).

(٧٣) المرجع نفسه.

(٧٤) سوق الكويت للأوراق المالية، متطلبات الإدراج للأوراق المالية وصناديق الاستثمار .....، الصفحة ٢٠.

#### (٤) الإفصاح المالي

تشتمل جميع قوانين البورصات وقواعد الشركات على أحكام تتناول تفاصيل شروط ومتطلبات الإفصاح. ويمثل الإفصاح التام أحد أهم متطلبات الأسواق؛ وينشط الإشراف وممارسات مراجعة الحسابات الفعالة التداول ويعطي الثقة في المساهمين<sup>(٧٥)</sup>. وبالإضافة إلى ذلك فإن المعلومات المفصح عنها تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الصحيحة.

وتنتج نوعية ودقة الإفصاح عن طرائق المحاسبة والمراجعة المستخدمة. ومن الضروري أن تقوم الشركات المدرجة بإعداد تقاريرها المالية وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المقبولة دولياً، بالنظر إلى أن هذا يعزز الإشراف على السوق ويضمن تكافؤ الفرص للمشاركين. وتتطلب قوانين أسواق الأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا من الشركات الإفصاح عن ميزانياتها وأي معلومات أخرى يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية.

وتوجد بعض الاختلافات الواضحة بين الأسواق العربية بشأن طبيعة المعلومات المطلوبة، ونشرها والعقوبات التي تفرض على من يقدمون تقارير زائفة أو ناقصة أو من يستفيدون من المعلومات التجارية الداخلية. وتشترك السلطات والشركات المدرجة في المسؤولية عن النشر المنتظم للمعلومات الدقيقة. وتنتشر معظم أسواق الأوراق المالية في المنطقة المعلومات ذات الصلة في الصحف أو المجلات المحلية، التي تركز على أنشطة التداول والتغيرات السعرية اليومية التي تؤثر على مؤشرات السوق وأداء شتى القطاعات الاقتصادية. وعلى سبيل المثال، ينشر صندوق النقد العربي بصورة منتظمة تقريراً يوفر بيانات مالية تفصيلية وموجزاً لأنشطة الأسواق العربية للأوراق المالية. وفيما يلي أمثلة على القواعد المتصلة بالإفصاح في ثلاثة أسواق في منطقة الإسكوا:

(أ) القانون رقم ٧٦٦٧ لسنة ١٩٩٥ الذي يضم الأنظمة التنفيذية لبورصة بيروت، لا يشتمل على قواعد بشأن الإفصاح. بيد أن المادة ٢٢٢ من هذا القانون تتطلب أن تصدر البورصة نشرة رسمية مجانية تحتوي على جميع المعلومات ذات الأهمية للوسطاء ومصدري الأوراق المالية والجمهور؛ وتشير المادة ٢٢٤ إلى أنه ينبغي أن تشمل هذه النشرة الرسمية جميع الوثائق ذات الصلة؛ كما تشير المادة ٢٢٥ إلى حفظ جميع الوثائق المتصلة بالشركات العاملة في سوق الأوراق المالية في إدارة خاصة تضم أيضاً الموارد الهامة الأخرى المتصلة بالتداول في البورصة. وتتاح هذه المعلومات للجمهور من الساعة التاسعة صباحاً حتى الظهر في أيام العمل، بعد تقديم طلب خطي، وفقاً للقواعد التي وضعتها لجنة السوق. ويتسم نظام الإفصاح في بورصة بيروت بثغرات واضحة وينبغي تحديثه<sup>(٧٦)</sup>؛

(ب) لعل نظام الإفصاح المصري هو الأكثر تفصيلاً بين بورصات منطقة الإسكوا. وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بدور إيجابي في ضمان الشفافية في السوق، اعترافاً منها بأن هذا يمثل عملية جارية أساسية ينبغي أن تظهر كل تغير وتطور رئيسي. ويشتمل قرار الهيئة<sup>(٧٧)</sup> بشأن قيد واستمرار قيد أو شطب الأوراق المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية على قواعد بشأن الإفصاح (المواد ١٢-١٩) تنطبق على جميع الشركات المقيدة فيهما. ولا يسمح للشركات بالمغالاة أو نشر معلومات لا تظهر مركزها المالي

(٧٥) جامعة الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠، (القاهرة أيلول/سبتمبر ٢٠٠٠)، الصفحة ١٣٠.

(٧٦) لبنان، الجريدة الرسمية، رقم ٥١.

(٧٧) مصر، الهيئة العامة لسوق المال، "القرار رقم ٣٠".

الفعلي. وفي جميع الظروف يجب عليها أن تقدم وثائقها إلى السلطات عند طلبها. ولا يسمح للشركات بإعطاء معلومات للمحللين الماليين أو المؤسسات المالية قبل نشرها على الجمهور. ويجب أن تقدم إلى الهيئة العامة لسوق المال صلاحيات الجمعية العمومية للمساهمين وأن تخطر بأبي قرارات أو إجراءات إدارية خلال ١٠ أيام من كل اجتماع. ويتم الإفصاح من خلال الإخطار بالفرص المتعلقة بالاكتتاب العام. وقبل أن تتيح أي شركة أسهماً في إصدار عام، يجب أن تحصل على إذن من الهيئة العامة لسوق المال، التي تنشر جميع المعلومات ذات الصلة في صحيفتين يوميتين، إحداهما على الأقل صحيفة مصرية واسعة الانتشار تطبع باللغة العربية. كما يتم الإفصاح من خلال التقارير المالية. ويجب على كل شركة ذات أوراق مالية متاحة في إصدار عام أن تنشر كل ستة أشهر معلومات عن أنشطتها ونتائجها أو أثرها. وينبغي أن تفصح التقارير عن المعلومات المالية والمعلومات المتعلقة بالميزانية وغيرها من المعلومات الضرورية عن الشركة وفقاً لمعايير المراجعة. ويجب على الشركة نشر موجزات لتقاريرها نصف السنوية والسنوية خلال أسبوع من إصدار جمعيتها العمومية لها في صحيفتين يوميتين، إحداهما على الأقل باللغة العربية (المادة ٢٢). كما يشتمل قرار الهيئة العامة لسوق المال على أحكام تتناول التزام الشركة بنشر المعلومات عن أي اجتماع غير عادي يعقد نتيجة لأحداث أو أنشطة غير متوقعة على شاشة التداول في البورصة (المادة ٢٤)؛

(ج) كان أحد أسباب أزمة المناخ في الكويت في مطلع الثمانينيات من القرن الماضي هو عدم وجود معلومات، أو على وجه أكثر تحديداً الافتقار إلى نظام يوفر المعلومات المالية الضرورية للمستثمرين. وفي تنظيم السوق بعد الأزمة، ازداد إدراك الحاجة إلى توفير أمن المستثمرين، ووضع إجراءات للتعامل مع الأنشطة غير القانونية، واستحداث قواعد تأديبية لمنع الغش. ولا يرد في الأحكام القانونية التي تنطبق على سوق الكويت للأوراق المالية ذكر الإفصاح بالنسبة للشركات الكويتية. وتتصل الإشارة الوحيدة إلى هذا الموضوع بإنشاء الوكالات المتخصصة اللازمة للسوق، ومن بينها واحدة ينبغي أن تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات ذات الصلة بالسوق وأوراقها المالية. كما يجب أن تضطلع هذه الوكالة بإعداد دراسات ونشر تقارير يومية عن تداول وأسعار وأرباح الشركات المدرجة<sup>(٧٨)</sup>. وكان ينبغي للمجلس التشريعي الكويتي تناول مسألة الإفصاح بطريقة أكثر تركيزاً وتفصيلاً وبخاصة أن تنظيم السوق حدث بعد أزمة المناخ. وتشير حقيقة أن التشريع ذا الصلة يشدد على العقوبات وتطبيقها (انضباط السوق) إلى أن المجلس التشريعي سعى إلى تعزيز آليات الرقابة بغية ضمان الحقوق الضرورية للشركات والمساهمين في السوق. ويتطلب القانون رقم ١٥ لعام ١٩٦٠ الذي يتناول شركات التداول من كل شركة مصدرة للأسهم للتداول العام أن تنشر تقريراً في الصحافة الواسعة الانتشار يشمل اسم مالك (مالكي) الشركة وتفاصيل بشأن عقدها وأهدافها ونظام عملياتها وعدد أسهمها وقيمتها<sup>(٧٩)</sup>. كما يجب على الشركات المصدرة للأوراق المالية أن تنشر ميزانياتها وأسماء أعضاء مجالس إدارتها ومراجعي حساباتها خلال شهرين من إدراجها (المادة ٩٣). وتطلب إدارة السوق الكويتية من الشركات أن تتيح بياناتها المالية الفصلية ونصف السنوية والسنوية المراجعة من قبل مكتب مراجعة معتمد. كما تضمن إدارة السوق سرعة نشر المعلومات الدقيقة اللازمة للمستثمرين في نشرات يومية وأسبوعية وشهرية، ومن خلال نشر دليل للمستثمر. وتقوم إدارة السوق بدور مركزي في عمليات الإفصاح<sup>(٨٠)</sup>، بالنظر إلى أنها مسؤولة عن ضمان أن تظهر المؤشرات ارتفاع وهبوط

(٧٨) سوق الكويت للأوراق المالية، متطلبات الإدراج للأوراق المالية وصناديق الاستثمار .....، الصفحة ٢٠.

(٧٩) المرجع نفسه.

(٨٠) صغوق الركابي، "الإفصاح في الكويت: نشأته وتطوره"، ورقة أعدت لندوة أهمية الإفصاح في بورصات الأوراق المالية العربية، التي عقدها الاتحاد العربي للبورصات وهيئات أسواق المال العربية، القاهرة، ١٥-١٧ تشرين الثاني/نوفمبر ١٩٨٧، الصفحة ٢٢.

الأسعار خلال أنشطة التداول وأن بنك البيانات يحتوي على موارد شاملة ومستوفاة لتزويد المستثمرين بمعلومات دقيقة عن النمو المالي لكل شركة مدرجة، وأن مهنة المراجعة متقدمة بحيث يمكنها خدمة حاجات السوق على نحو أفضل، وأن الوكالات المتخصصة تقوم بجمع وتحليل وتوفير أنواع معينة من المعلومات.

## (٥) إجراءات التداول والتسعير

تتناول شتى القوانين واللوائح التنفيذية في البلدان الأعضاء في الإسكوا إجراءات التداول ونقل الملكية. واستوفت معظم الأسواق العربية للأوراق المالية نظمها، وزادت التكنولوجيا الحديثة التي تستخدمها من سرعة وجودة عمليات التداول<sup>(٨١)</sup>. ويرد في الفصل الفرعي الذي يتناول البنية التحتية تحليل تفصيلي لنظم التداول في الأسواق العربية للأوراق المالية. ومن الضروري اعتماد نظم تداول أكثر تقدماً وتطابقاً في الأسواق العربية بما يتيح الربط بينها ومن ثم تيسير التداول بين الأسواق المختلفة<sup>(٨٢)</sup>.

## (ب) قوانين الشركات

تمثل قوانين الشركات حجر الزاوية للأسواق الأولية. وتحدد هذه القوانين الإجراءات الضرورية لإنشاء شركات المساهمة، وشتى أنواع الأوراق المالية، وتتص على المتطلبات المتعلقة بشركات الإصدار. كما تشمل هذه القوانين القواعد التي تتوخى حماية حقوق المساهمين وتضمن سلامة النظام الاقتصادي؛ وتشمل الأمثلة الأحكام المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومراجعة الحسابات. وفي معظم البلدان الأعضاء في الإسكوا، أجرى تنقيح لقوانين الشركات بهدف تشجيع إنشاء شركات المساهمة، وتطوير شتى المتطلبات والفوائد المرتبطة بإصدار الأوراق المالية من جميع الأنواع، وزيادة ثقة وأمن المساهمين. وحسنت عمليات المراقبة والإشراف، بما يتمشى مع المعايير الدولية. واستهدفت جميع هذه التطورات بصفة عامة تنشيط عملية الإصدار، التي تمثل استثمارات حقيقية وتشجع على زيادة المشاركة في تراكم رأس المال. وأصدرت مصر قانون الشركات رقم ١٥٩ في عام ١٩٨١ وأصدرت الأردن قانون الشركات الجديد (رقم ٢٢) في عام ١٩٩٧، وواصلت الكويت تطبيق القانون رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ والتعديلات التي أدخلت عليه في الآونة الأخيرة. ويمثل القانون المصري ولائحته التنفيذية أكثر مجموعات القواعد العربية تحديدا بشأن شتى أنواع الشركات وإدارتها ومراجعة الحسابات والعقوبات. كما يتناول القانون الإدارة، وبخاصة فيما يتعلق بالشركات الأجنبية في مصر، والتغيرات في الشركات مثل الاندماجات. ويتناول الفصل الأول من الباب الثاني من القانون شركات المساهمة، مركزاً على القضايا المتصلة بالهيكل المالي والإدارة ومراجعة الحسابات. وقد حل القانون رقم ١٥٩ محل صكوك سابقة صدرت في عقدي الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي<sup>(٨٣)</sup>. وفيما مضى، كانت قوانين الشركات التي تعنى بتنظيم العلاقات بين الشركاء في أنشطة المساهمة يجري تعديلها بصفة دورية، ولكن المشكلة كانت تكمن في الواقع في طرائق تطبيق هذه القوانين على نحو يحسن الإدارة ويوفر حماية أفضل للمستثمرين. وتواجه عدة بلدان عربية هذه الحالة<sup>(٨٤)</sup>. وبدأت

(٨١) جامعة الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠....، الصفحة ١٣٢.

(٨٢) اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، "توصيات للربط بين الأسواق المالية العربية"، ورقة أعدت لتقديمها إلى المؤتمر السنوي لاتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، القاهرة، ١٥-١٧ حزيران/يونيو ١٩٩٧.

(٨٣) مصر، القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات المساهمة (والمذكرات التفسيرية)؛ الطبعة الحادية والعشرون (٢٠٠٠).

(٨٤) "ندوة بشأن حوكمة الشركات"، تعليقات لسامح الترجمان، صحيفة الأهرام (القاهرة، ١١ تموز/يوليو ٢٠٠٣).



بعض الدول العربية في إيلاء اهتمام أكبر لتحسين إدارة الشركات منذ عدة سنوات قليلة مضت، بعد أن أصدرت منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي مجموعة من المعايير ذات الصلة التي تتناول حقوق المساهمين والمعاملة العادلة لهم، ودور المساهمين في إدارة الشركات ومسؤوليات مجلس الإدارة وقضايا الإفصاح والشفافية.

ويمثل التزام شركة ما بتطبيق المعايير الأساسية لحسن الإدارة عاملاً بالغ الأهمية في قرارات الاستثمار. وفي عام ٢٠٠١، تعاونت مصر مع البنك الدولي ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي في تقييم امتثال مصر للمعايير الدولية لحسن إدارة الشركات، بالتركيز على ٤٨ معياراً. ووجد أن ٣٩ من بين الثمانية والأربعين معياراً كانت تطبق بالكامل أو تطبق إلى حد كبير. كما وجد أن ٧ من المعايير الدولية، على الرغم من تضمينها في قوانين الإدارة، لم تكن تطبق في السوق المصرية، ربما بسبب الافتقار إلى الوعي بين المساهمين أو الشركات. كما لوحظ أن اثنين من المعايير لم يكن معترفاً بهما قانونياً كما لم يطبقا في البلد. ويتعلق المعيار الأول منهما بمفهوم المالكين المسجلين (المسمين) والمالكين المستفيدين؛ وأجري تصحيح لهذا الإغفال من خلال تضمين أحكام جديدة في قانون الإيداع والتسجيل المركزي للأوراق المالية (القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠). أما المعيار الثاني فإنه يتعلق باستخدام مقاييس العائد والتكاليف في حساب حقوق التصويت<sup>(٨٥)</sup>.

#### (ج) القوانين والأنظمة الأخرى ذات الصلة بسوق الأوراق المالية

ترد قواعد شتى تتعلق بسوق الأوراق المالية في صكوك مثل قوانين الضرائب ومراجعة الحسابات والاستثمار الأجنبي. وكثيراً ما تتضمن قوانين الضرائب إعفاءات يجوز منحها للمساهمين المحتملين والموجودين بغية تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل بعض القوانين إعفاءات في جانب العرض لتشجيع الأعمال التجارية الأسرية الملكية المغلقة على أن تصبح شركات مساهمة. ويمكن أن تشمل الإعفاءات خفض أو حتى إلغاء الضرائب على الأرباح الموزعة للأوراق المالية و/أو على الأرباح من مبيع الأسهم. وقد غيرت بعض البلدان الأعضاء في الإسكوا قوانينها لخفض العبء الضريبي على شركات المساهمة وأعفت الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب لتشجيع المشاركة الجديدة والاستمرار في السوق. وينبغي ملاحظة أنه لا توجد قوانين ضريبية متعلقة بالأوراق المالية في دول الخليج.

وتطلب معظم البلدان العربية من شركات المساهمة تطبيق المعايير الدولية لمراجعة الحسابات كيما تتوفر للجمهور فكرة واضحة عن مراكزها المالية. ويحسن قانون مراجعة الحسابات الجيد نوعية الإفصاح ويساعد على تنظيم تقديم المعلومات عن السوق. وينبغي أن يحدد هذا القانون مسؤوليات مراجعي الحسابات، وإجراءات الوفاء بهذه المسؤوليات، والعقوبات التي تفرض على خرق القوانين. وفي مصر، عرض المشروع النهائي لقانون متطلبات مراجعة الحسابات على الجمهور لمناقشته في عام ٢٠٠١، ثم عرض على مجلس الشعب الذي أقره كقانون. ويمثل هذا خطوة في الاتجاه الصحيح من حيث تنظيم وتطور المهنة<sup>(٨٦)</sup>. وفي الكويت ينص القانون رقم ٥ لسنة ١٩٨١ على متطلبات ومسؤوليات مراجعي الحسابات فضلاً عن أحكام العقوبات والحالات التي تطبق فيها لضمان المعاقبة على أي فعل مؤثم بعقوبة عادلة وفعالة<sup>(٨٧)</sup>.

(٨٥) مصر، الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي ٢٠٠١ (القاهرة ٢٠٠١)، الصفحة ٥٢.

(٨٦) المرجع نفسه.

(٨٧) سوق الكويت للأوراق المالية، القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية المتعلقة بسوق الكويت للأوراق المالية (الكويت

ولا غنى عن إجراء مزيد من الدراسات لتحديد ما إذا كانت مراجعة الحسابات وممارسات ضمان الجودة في السوق العربية تجري وفقاً للمعايير الدولية<sup>(٨٨)</sup>. ومن الضروري استخدام إجراءات ومصطلحات متطابقة في شتى الأسواق العربية للأوراق المالية لضمان حد أدنى على الأقل من التنسيق الإقليمي. كما أن عدم وجود ممارسات لمراجعة الحسابات أو قصورها في بعض الأسواق العربية والافتقار إلى معلومات مالية دقيقة والاختلافات في اللوائح التنفيذية المتعلقة بمراجعة الحسابات تمثل كلها عوامل تضعف نظام السوق. وعلى خلاف ذلك، فإن التنسيق الفعال ييسر قرارات الاستثمار<sup>(٨٩)</sup>، ويعزز تطوير ممارسات مراجعة الحسابات الشفافية، التي تفيد المستثمرين.

وبغية تشجيع تدفقات الاستثمار، عمدت معظم البلدان الأعضاء في الإسكوا إلى تعديل قوانين الاستثمار بها، وتوفير الضمانات وزيادة الحوافز، وتيسير عمليات التداول. غير أن مستوى الانفتاح في الأسواق مختلف إلى حد ما بين البلدان، لأسباب وجيهة. ذلك أن الهيئات التشريعية تعمل على أساس أن من الضروري وضع بعض التنظيم لحركة رأس المال لتحقيق الاستقرار في السوق والحد من المضاربات غير المشروعة. ويرد فيما يلي استكشاف للاستثمار الأجنبي غير المباشر في بعض أسواق الأوراق المالية في المنطقة:

(أ) في السوق المصرية، يجيز القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ للأجانب أن يستثمروا في الأسهم والسندات المتداولة بدون أي قيود، باستثناء ما هو منصوص عليه في قانون الشركات الذي يمنع الأجانب من الاستثمار باسم الشركة. وفي هذه الحالة يتحمل الوسيط مسؤولية إخطار المستثمر الأجنبي<sup>(٩٠)</sup>. وقد ازداد الاستثمار الأجنبي بصفة عامة منذ تطبيق هذا القانون، حيث بلغت نسبته ١٦,٥ في المائة من مجموع التداول في عام ١٩٩٧، و ٢٠,٢ في المائة من عام ١٩٩٨، و ٢٢,٢ في المائة من عام ١٩٩٩، و ٤١,٩ في المائة في عام ٢٠٠٠، و ٣٢,٤ في المائة في عام ٢٠٠١<sup>(٩١)</sup>؛

(ب) في الكويت، يجيز القانون رقم ٢٠ لسنة ٢٠٠٠ لغير المواطنين تملك أوراق مالية في شركات المساهمة الكويتية والمشاركة في إنشاء مثل هذه الشركات. غير أن هذا القانون يجيز لوزير التجارة والصناعة - بموافقة مجلس الوزراء - تقييد المشاركة في شركات المساهمة عن طريق الحد من هذا الاستثمار أو حظره. ولا ينطبق هذا التقييد على مواطني الدول الخليجية، الذين يخضعون للقانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٨٨<sup>(٩٢)</sup>. وقد سمح للمواطنين الخليجيين بتملك وتداول الأسهم في الشركات المساهمة الكويتية في جميع قطاعات الاقتصاد منذ عام ١٩٨٧<sup>(٩٣)</sup>.

---

(٨٨) جليل طرف، "الشفافية في قانون الأوراق المالية الأردني"، البورصات، مجلة تصدر عن اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية (٢٢ آذار/مارس ١٩٩٨)، الصفحة ١٩.

(٨٩) أحمد أبي سرور، المرجع نفسه، الصفحتان ٤٩-٥٠.

(٩٠) بورصتا القاهرة والإسكندرية، كتاب الحقائق ٢٠٠١ (القاهرة)، الصفحة ٧١.

(٩١) اتحاد البورصات وهيئات رأس المال العربية، "تتائج استفتاء بشأن الاستثمارات الأجنبية في البورصات العربية" ورقة داخلية غير منشورة (حزيران/يونيو ٢٠٠٠). وناقش سليمان المنذري هذه القضية في "الأسواق العربية لرأس المال: الدور والعلاقات وتحديات التحرير"، المرجع السابق.

(٩٢) الكويت اليوم، صحيفة الأسواق المالية العدد ٤٦٤ (حزيران/يونيو ٢٠٠٠).

(٩٣) سوق الكويت للأوراق المالية، القوانين والمراسيم والقرارات الوزارية المتعلقة بالأسواق المالية ....، الصفحة ٧٥.

ولا تضع معظم البلدان الأعضاء في الإسكوا بما في ذلك الأردن ولبنان ومصر قيوداً على الاستثمار الأجنبي. وُعدلت القوانين في البحرين للسماح لمواطني الدول الخليجية بتملك ١٠٠ في المائة من أسهم شركة ما (مقابل ٤٩ في المائة فيما مضى)؛ ويجوز للأجانب الآخرين حالياً تملك ٤٩ في المائة كحد أقصى من أي شركة مدرجة (مقابل ٢٤ في المائة من قبل وفي قطاعات معينة من الاقتصاد فقط)<sup>(٩٤)</sup>.

## ٢- البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا

تشمل العناصر الهيكلية الأساسية لسوق الأوراق المالية نظام التداول والإيداع المركزي للأوراق المالية وقواعد التسوية والمقاصة. وتشكل مجتمعة الهيكل الأساسي للأسواق في عدد من البلدان الأعضاء في الإسكوا. ويتناول هذا الفصل جميع هذه المكونات مع إيلاء اعتبار خاص لقواعد التسوية والمقاصة بسبب أهميتها النسبية.

### (أ) نظام التداول

يتألف نظام التداول من القواعد والإجراءات النازمة لجميع العمليات المرتبطة بتداول الأوراق المالية بما في ذلك تلك المرتبطة بالعرض والطلب وإقرار الصفقات وقضايا الأسعار. وتتم أتمتة معظم العمليات في سوق الأوراق المالية، وبخاصة تلك المتصلة بالتداول والمقاصة والتسوية، وتتيح التكنولوجيات الحديثة نشر المعلومات من خلال الإنترنت. وتيسر هذه التطورات عمليات التداول. كما تتيح التكنولوجيات الحديثة للأسواق العربية للأوراق المالية تلبية حاجات المستثمرين. وتوفر مستوى عال من الشفافية والفعالية<sup>(٩٥)</sup>. وتستخدم ثلاثة نظم تداول في العالم العربي. وتستخدم نظام "EFA" الكندي الأسواق في الإمارات العربية المتحدة والبحرين وقطر ومصر والمملكة العربية السعودية، على حين تستخدم تونس ولبنان والمغرب نظام التداول الفرنسي (NSC-UNIX). وتستخدم الكويت نظاماً فريداً، اعتمد في كانون الثاني/يناير ١٩٩٦<sup>(٩٦)</sup>.

### (ب) نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية

تخزن جميع الدفاتر والسجلات وتحويلات ملكية الأوراق المالية في نظام الإيداع المركزي، الذي يعمل كبنك للأوراق المالية. وتتعامل الشركات المصدرة للأوراق المالية وشركات الوساطة ومؤسسات الاستثمار والمساهمون مع مركز الإيداع جميعاً. وتقوم هذه الوكالة بدور حاسم في تعزيز السوق والحد من الأخطاء وغيرها من الصعوبات التي تنتج عن فقدان الوثائق أو سرقتها أو تزويرها أو تلفها بصورة متعمدة أو غير متعمدة. ويتألف التعامل في السوق حالياً من تسويات مالية بسيطة، بدون الحاجة إلى تداول نفس الأوراق المالية مرة ثانية. ويمثل الإيداع المركزي للأوراق المالية تمديداً لقواعد المقاصة والتسوية ويمكن أن يؤثر على سرعة تداول الأسهم<sup>(٩٧)</sup>.

(٩٤) جامعة الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠ .....، الصفحة ١٢١.

(٩٥) جليل طريف، المرجع السابق، الصفحة ٢١.

(٩٦) اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، مجلة البورصات (١٦ كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٥) الصفحة ٦.

(٩٧) منير هندي ورقة عن أسواق رأس المال ومؤسساتها، أعدت لتقديمها إلى مؤتمر اتحاد البورصات وهيئات رأس المال العربية، دمشق، ٣-١ تموز/يوليو ١٩٩٦، الصفحة ٤٦.

(ج) المقاصة والتسوية

بالنظر إلى أن التسويات تتطلب نظاماً مركزياً لحفظ المعلومات والمستندات، قررت البلدان العربية الثلاثة التي ربطت أسواقها (الكويت ولبنان ومصر) إنشاء شركات خاصة، مستقلة عن السوق، لأداء وظائف التسوية والإيداع والمقاصة. وأنشأت الكويت أول شركة للمقاصة والتسوية في عام ١٩٨٢. تلتها لبنان في عام ١٩٩٤ ومصر في عام ١٩٩٦. وتستند أنشطة الشركات الثلاث إلى توصيات "مجموعة الثلاثين" التي وضعت المعايير الدولية لنظم المقاصة والتسوية. وفيما يلي التفاصيل المتعلقة بهذه الشركات:

(أ) أنشئت الشركة الكويتية للمقاصة في عام ١٩٨٢، في عقب أزمة المناخ. وبناء على طلب من سوق الكويت للأوراق المالية في عام ١٩٨٦، طورت الشركة طرائقها إلى برنامج اعتمدته السوق رسمياً في عام ١٩٨٧. وفي أيار/مايو ١٩٨٨، افتتحت المرحلة الثانية من البرنامج رسمياً. وأنشئت أرقام حسابات لكل مساهم، ونظمت ممارسات تدريبية من خلال وسطاء الشركة نفسها. وكللت جهود الشركة الكويتية للمقاصة بالنجاح في تحقيق الاستقرار في السوق، وتتطابق طرائقها مع أكثر الطرائق تقدماً في العالم. وتستلزم ممارسات المقاصة اليومية مقارنة وتسوية حسابات المساهمين. ويستخدم الحساب الذي أنشئ لكل مساهم في جميع معاملات التداول التي يجريها، بما في ذلك تسليم الأسهم المشتراة وتحويلات الأسهم المباعة والمدفوعات الواردة والمرسلة؛ كما يوفر الحساب سجلاً لأنشطة المساهم، يظهر جميع التغييرات في مركزه المالي. ويقدم الوسطاء إلى الشركة تقارير يومية تضم أسماء وتكاليف الأسهم المتداولة خلال ذلك اليوم. وفي صباح اليوم التالي، تعطي الشركة كل وسيط تقريراً عن المركز المالي لكل عميل يبين ما اشترى وما بيع والأرباح المكتسبة في اليوم السابق<sup>(٩٨)</sup>. ويتيح نظام المقاصة والتسوية في سوق الكويت للأوراق المالية للمساهمين استخدام أرباح تداولهم بمجرد إتمام التداول، وفي بمطالبات السوق دونما حاجة لأية تغييرات هيكلية كبيرة. ويحسب النظام ويخصم آلياً جميع التكاليف والعمولات. كما يساعد في منع التداول في الأسهم بدون رأسمال كاف<sup>(٩٩)</sup>. وتتم تسوية الحسابات في السوق الكويتية في نفس يوم التداول. وتنشئ سوق الكويت للأوراق المالية صندوق تسوية برأسمال يبلغ حسب التقديرات ٣ ملايين دينار كويتي (١٠,٢ مليون دولار تقريباً) للتوسط بين الوسطاء وإدارة السوق وشركة التسوية؛

(ب) أما النظام اللبناني فهو متأثر بنظام "سيكوفام" (Sicovam) الفرنسي. وشركة "ميد كلير" (التي كانت تسمى سابقاً مركز النقص للصكوك المالية للبنان والشرق الأوسط) هي وكالة النقص والتسوية في لبنان. ووظيفتها الأساسية هما الإيداع المركزي لجميع الأسهم المحولة في بورصة بيروت وإدارة التسوية والنقص لحسابات البورصة. وتسلم الأوراق المالية بصورة فورية للدفع نقداً وفقاً لأنظمة محددة لكل سوق (الأولي أو الثانوي. المحلي أو الدولي)<sup>(١٠٠)</sup>. وهدف "ميدكلير" هو تسليم حقوق المساهمين من لحظة إتمام صفقة التداول؛ بيد أن الفترة الفعلية للنقص والتسوية في البورصة اللبنانية هي ثلاثة أيام تقريباً، مقابل يوم واحد في أسواق مجلس التعاون الخليجي؛

(٩٨) سليمان المنذري، ورقة عن دور المقاصة والتسوية في التعامل مع الأوراق المالية، أعدت لتقديمها إلى المؤتمر السنوي لاتحاد البورصات وهيئات أسواق رأس المال العربية، دمشق، ١-٣ تموز/يوليو ١٩٩٦، الصفحة ٤٦.

(٩٩) المرجع نفسه.

(١٠٠) أسعد صوايا، "وظائف ميدكلير"، ورقة أعدت لتقديمها إلى المؤتمر الأول للوسطاء العرب، بيروت، ٥-٧ تموز/يوليو ١٩٩٥.

(ج) وفي مصر، أنشئت شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي بموجب قانون سوق المال (القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢) الذي يتناول شركات التداول في البورصة، ويعتبر أن مقاصة وتسوية الأوراق المالية أحد الأنشطة التي يتعين أن تضطلع بها هذه الشركات. ويجيز الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لأسواق الأوراق المالية إنشاء شركات تكون مسؤولة عن تنظيم تسلم وتسليم الأوراق المالية التي تتداولها شركات الوساطة وعن تسوية الحسابات وفقاً للقواعد التي أقرتها الهيئة العامة لسوق المال<sup>(١٠١)</sup>. وبدأت شركة مصر للمقاصة كشركة مساهمة في عام ١٩٩٦. ومع اعتماد قانون التسجيل والحفظ المركزي للأوراق المالية (القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠)، أصبحت شركة مصر للمقاصة هي الشركة الوحيدة في مصر المسموح لها بالعمل في أنشطة المقاصة والتسوية لبورصتي القاهرة والإسكندرية. وتعمل الشركة كوكالة للحفظ المركزي ومسك الدفاتر للبورصتين؛ وتكمل إجراءات تحويل ملكية الأوراق المالية؛ وتحفظ سجلات المعاملات لفترة خمس سنوات على الأقل، وجميع الملفات المتعلقة بهذه المعاملات لفترة لا تقل عن ثلاث سنوات<sup>(١٠٢)</sup>. وأنشئ صندوق لضمان التسويات في عام ٢٠٠٠ لحماية المستثمرين وتوفير الأمن والاستقرار في السوق. وتشمل عضوية هذا الصندوق جميع شركات الوساطة المكلفة بالتسويات باسم عملائها وممثلي الشركات الأخرى في نظام المقاصة والتسوية. وبحلول نهاية عام ٢٠٠٠ كانت شركة مصر للمقاصة تخدم ١٠٤٤ عضواً، منهم ٨٧٠ شركة مصدرة للأسهم و١٤٦ شركة وساطة و٩ صناديق استثمار<sup>(١٠٣)</sup>. وتعمل الشركة على تقليص فترة التسوية لجميع الأوراق المالية المتداولة المودعة في الحفظ المركزي من ثلاثة أيام إلى يومين. وسيؤدي هذا إلى زيادة حجم التداول وتقليل المخاطر المرتبطة ببطء تسوية معاملات الأوراق المالية<sup>(١٠٤)</sup>.

ويشير بعض الخبراء إلى أن توصيات "مجموعة الثلاثين" بشأن المقاصة والتسوية لم تتخذ بعد في بعض الأسواق العربية للأوراق المالية. ويمكن أن ييسر استخدام مبدأ التسليم مقابل الدفع والرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية، التداول فضلاً عن ربط الأسواق العربية للأوراق المالية<sup>(١٠٥)</sup>.

#### (د) نشر المعلومات

يمثل نشر المعلومات أحد العمليات التي تدعم التداول. وتضع السلطات المختصة في السوق إجراءات معينة لنشر المعلومات في الأوقات المناسبة للمشاركين في السوق والجمهور. وهناك عادة نوعان من المعلومات اللازمة؛ أولها يشمل أساساً بيانات واقعية منها حجم التداول في السوق وأسعار الأوراق المالية والعقود الجديدة والبيانات المالية للشركات؛ والنوع الثاني هو معلومات القيمة المضافة المستمدة من البيانات، وتشمل مؤشرات السوق وتحليل السوق والمعلومات الأساسية عن فعالية السوق والشركات المتعاملة فيه والمعلومات الاقتصادية المحلية والدولية<sup>(١٠٦)</sup>. وأنشأ اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية الشبكة العربية للأسواق المالية في أيلول/سبتمبر ٢٠٠١ من أجل توفير معلومات يسهل

(١٠١) مصر، الهيئة العامة لسوق المال، "قانون سوق المال: رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢" (القاهرة).

(١٠٢) المرجع نفسه، الصفحة ١٦.

(١٠٣) مصر، شركة مصر للمقاصة، التسوية والإيداع المركزي، مجلة الشركة (حزيران/يونيو - أيلول/سبتمبر ٢٠٠٢)

الصفحة ١٤.

(١٠٤) مصر، الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي ٢٠٠٠، .....، الصفحة ١٧.

(١٠٥) جليل طرف، المرجع السابق، الصفحة ٢٢.

(١٠٦) Anderson Company for Economic Systems, paper dealing with trade-related operations in the Arabic markets, presented at the UASE First Arab Brokerage Conference, Beirut, 5-7 July 1995, p. 22.

الوصول إليها في الوقت المناسب عن أسواق الأوراق المالية الأعضاء. وقبل وجود هذه الشركة، كانت أسواق الكويت ولبنان ومصر قد عقدت اتفاقاً مع "رويترز" لتقديم معلومات إلى المستثمرين في البلدان الثلاثة<sup>(١٠٧)</sup>.

## باء - الشروط الأساسية على مستوى الشركات والصناعة لربط أسواق الأوراق المالية

### ١ - مقدمة

يتطلب نجاح الربط بين أسواق الأوراق المالية بعض البحث في الأصول والخصوم الأساسية للاستثمارات المالية المدرجة أو التي ستدرج في الأسواق. وتحتوي الأسهم، التي تمثل المحرك الرئيسي لأي بورصة، على مجموعة من العوامل، بما في ذلك المركز المالي وأداء الشركات المصدرة لها، وإمكانات نموها والسيولة بها وملاءتها وتوقعات المستثمرين بشأن نموها المالي والتجاري. وإذا لم ترتفع الشريحتان العامة والخاصة من قطاع الشركات في البلدان الأعضاء إلى مستوى التحدي بتوفير فرص استثمار شفافة وجذابة على صعيد المنطقة العربية في مجملها، فإن مستوى الاهتمام بالأوراق المالية القابلة للتداول في المنطقة سيبقى ضعيفاً.

وفي بورصات الأردن ولبنان ومصر، تمثل الأسهم زهاء ٨١ في المائة و ٩٢ في المائة و ٩٨ في المائة على التوالي من الأوراق المالية أو غيرها من الصكوك المالية المتصلة بالحقوق المدرجة في هذه البورصات (انظر الجدول ٣). وتشمل الأوراق المالية المتصلة بالحقوق الأسهم والسندات والاحتياطي المالي للأسهم والسندات وقسائم الودائع الدولية ومجموعة مختلفة من السندات التجارية القابلة للتحويل. وتشمل العوامل الأساسية التي تستند إليها قيمة هذه الأوراق المالية المركز المالي الفعلي للشركات المصدرة ونتائجها المتوقعة. ولا تنطبق هذه العوامل على الأسهم ومشتقاتها فحسب، بل وتنطبق أيضاً على الأوراق المالية الثابتة الإيرادات، على الرغم من أنه في الحالة الأخيرة يعطي وزن لملاءة الشركة المصدرة أو قدرتها على الوفاء بالتزامات الديون في مواعيدها أكبر من وزن الربحية أو الأرباح الموزعة المتوقعة. وتشكل الأوراق المالية المستندة إلى أصول الشركة، وهي تمثل مصدر تمويل متزايداً وجذاباً، صكوكاً مالية أخرى تدعمها أصول محددة للشركة مثل مستحقات الحسابات المدينة، لا أصول الشركة المصدرة ذاتها. وخلاصة القول أن جاذبية جميع هذه الأوراق المالية وقابليتها للتداول فيما بين بلدان المنطقة تعتمدان إلى حد كبير على المركز المالي للشركات المصدرة وتوقعات نموها، أو في حالة الأوراق المالية المستندة إلى أصول الشركة على بعض أصولها المحددة.

### الجدول ٣ - الأوراق المالية المدرجة في بورصات عمان، وبيروت، والقاهرة والإسكندرية، حسب النوع

النسبة المئوية من المجموع	عدد الأوراق المالية المدرجة	الصك المالي والسوق
		بورصة عمان (حزيران/يونيو ٢٠٠٣)
٨١	١٥٨	الأسهم
١٩	٣٧	السندات
١٠٠	١٩٥	المجموع

(١٠٧) عصام مكي، ورقة عن دور المعلومات في ربط الأسواق العربية، أعدت لتقديمها إلى المؤتمر السنوي لاتحاد البورصات وأسواق المال العربية، القاهرة، ١٥-١٧ حزيران/يونيو ١٩٩٧.

### الجدول ٣ (تابع)

النسبة المئوية من المجموع	عدد الأوراق المالية المدرجة	الصك المالي والسوق
٨٤,٦	١١	بورصة بيروت (حزيران/يونيو ٢٠٠٣)
٧,٧	١	الأسهم
٧,٧	١	الاحتياطي المالي للأسهم
١٠٠	١٣	الاحتياطي المالي للسندات
		المجموع
٩٧,٥	١١٥٤	بورصة القاهرة والإسكندرية (آب/أغسطس ٢٠٠٣) <sup>(١)</sup>
٢,١	٢٥	الأسهم
٠,٣	٤	السندات
١٠٠	١١٨٣	الاحتياطي المالي للسندات
		المجموع

المصدر: بورصة بيروت وبورصة عمان والهيئة العامة لسوق المال، مصر.

ملاحظة: قد لا تتطابق التفاصيل مع المجاميع، بسبب التقريب.

(١) وفقاً للمادتين ٥ و ٦ من قواعد القيد الجديدة الواردة في القرار رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢، يجب على الشركات المقيدة (١١٥٤ في ١ آب/أغسطس ٢٠٠٢) أن توفق مركز إدارتها حسب المتطلبات الجديدة خلال فترة سنة واحدة، تنتهي في ١ آب/أغسطس ٢٠٠٣، وأن كانت بورصة القاهرة والإسكندرية تنتظران في تمديد الفترة إلى ٣٠ أيلول/سبتمبر ٢٠٠٣، قبل شطب جميع الشركات التي لم تمتثل للتوجيه خلال الإطار الزمني المحدد.

### ٢- الإفصاح المالي للشركات وتوافر المعلومات

تتعلق إحدى القضايا الشائكة التي تواجه الأسواق العربية للأوراق المالية بالإفصاح، أو على وجه أكثر تحديداً، بقدرة قطاع الشركات واستعداده لتوفير معلومات مالية مناسبة وشفافة على أساس منظم؛ ولا يمكن إجراء تحليل أساسي دقيق للشركات المصدرة وأوراقها المالية بدون توافر الحقائق والأرقام المناسبة. ولا تقتصر هذه القضية على العالم العربي؛ ذلك أنه يطلب من الشركات العامة الأمريكية والأوروبية أن تلتزم بقواعد المحاسبة والإفصاح التي يجري تحسينها بصورة مستمرة من قبل الهيئات التنظيمية التي تسعى إلى ضمان الإبلاغ المالي الشفاف وغير المتحيز لفائدة جميع أصحاب المصالح وبخاصة المستثمرين والدائنين. ومن المهم تذكر أن الإبلاغ المالي المناسب والشفاف ليس مسألة إما هذا أو ذاك، ولكنه يشمل طائفة واسعة من الإمكانات تتراوح بين الحد الأدنى المقبول والإبلاغ الشامل. وثمة اعتبار آخر هو أن الإفصاح لا يقتصر على البيانات المالية المدققة والمذكرات التفسيرية المتصلة بها فحسب، ولكنه ينبغي أن يشمل أيضاً، المعلومات ذات الصلة والتحليل الوارد في التقرير السنوي للشركة، بما في ذلك استعراض ومناقشة الإدارة للنتائج المالية.

وبغية تنشيط الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة بين بلدان المنطقة، يحتاج قطاع الشركات العربية إلى تعزيز الشفافية في الإبلاغ المالي وتوفير المعلومات ذات الصلة إلى ما وراء الحدود الوطنية.

#### (أ) المعايير المحاسبية

تشكل المعايير المحاسبية أساس الإبلاغ المالي الشفاف، ولكنه لا يوجد إجماع بعد على ما إذا كان من الأجدى عملياً تنسيق المعايير العربية أو العمل بالمعايير الدولية داخل المنطقة. وليس في الاتحاد الأوروبي

معايير محاسبية محددة خاصة به؛ وفي عام ١٩٩٥، أنهى الاتحاد جهوده لوضع نظام أوروبي واحد يمكن مقارنته بالمبادئ المحاسبية المقبولة عموماً<sup>(١٠٨)</sup>، التي وضعها مجلس المعايير المحاسبية الأمريكية. وكان مجلس المعايير المحاسبية الدولية يحث أعضاء الاتحاد على استخدام المعايير المحاسبية الدولية بدلاً من معاييرها المحاسبية الوطنية<sup>(١٠٩)</sup>. وفي الختام اعتمد الاتحاد حزمة المعايير المحاسبية الدولية وأقر رسمياً مجموعة من المبادئ تقتضي أن تعتمد الشركات المدرجة للتداول العام معايير محاسبية مشتركة بحلول عام ٢٠٠٥. ولاحظ مفوض السوق الأوروبية الموحدة أن هذه الخطوة سوف "تتهدى برج بابل الحالي في الإبلاغ المالي وتحسن المنافسة والشفافية وتجعل حركة رأس المال الحرة أسهل"<sup>(١١٠)</sup>. وتؤكد لجنة المعايير المحاسبية الدولية<sup>(١١١)</sup> التي أنشأتها في عام ١٩٧٣ استراليا وألمانيا وإيرلندا وفرنسا وكندا والمكسيك والمملكة المتحدة وهولندا والولايات المتحدة واليابان على الأهداف الثلاثة التالية في نظامها المنقح<sup>(١١٢)</sup>:

(أ) "توخياً للمصلحة العامة، فإن وضع مجموعة وحيدة من المعايير المحاسبية العالمية ذات النوعية العالية والمفهومة والقابلة للإنفاذ يتطلب معلومات عالية النوعية وشفافة وقابلة للمقارنة في البيانات المالية وغير ذلك من أنواع الإبلاغ المالي لمساعدة المشاركين في أسواق الأوراق المالية في العالم وغيرهم من المستعملين على اتخاذ قرارات اقتصادية؛"

(ب) "تشجيع استخدام هذه المعايير وتطبيقها بصورة فعالة؛"

(ج) "تحقيق التطابق بين المعايير المحاسبية الوطنية والمعايير المحاسبية الدولية للوصول إلى حلول عالية النوعية"<sup>(١١٣)</sup>.

#### (ب) المعايير المحاسبية الوطنية والدولية

توضح الأمثلة الواردة أدناه أهمية المعايير المحاسبية والشفافية في أسواق الأوراق المالية. فقد صدمت شركة هولندية كبرى للأغذية المستثمرين في نيسان/أبريل ٢٠٠٢ عندما أعلنت أن أرباحها ستكون أقل بنسبة ٩٠ في المائة بإعداد تقاريرها المالية وفقاً للمعايير المحاسبية المقبولة عموماً الأمريكية بدلاً من المعايير الوطنية<sup>(١١٤)</sup>. وحاول الرئيس التنفيذي للشركة تهدئة المستثمرين بأن وعد بتوفير البيانات المالية للشركة مع المعايير الأمريكية في نهاية كل ربع سنة. وفي ٢٤ شباط/فبراير ٢٠٠٣، أعلنت الشركة أن عائداتها زادت بمقدار ٥٠٠ مليون دولار في عامي ٢٠٠١ بسبب تقاضي "مخالفات" في المحاسبة مرتبطة بإيرادات واردة لترويج المنتجات في شركة فرعية.

(١٠٨) Barry Epstein and Abbas Mirza, *IAS 2001: Interpretation and Application* (New York, John Wiley and Sons, Inc., 2001), p. 21.

(١٠٩) Gregory Crouch with Suzanne Kapner, "Accounting fears reignited by Dutch grocer's profit error", *The New York Times* (25 February 2003).

(١١٠) "EU Adopts uniform rules accounting standards", *The International Herald Tribune* (30 September 2003), p. 1.

(١١١) الآن مجلس المعايير المحاسبية الدولية.

(١١٢) Barry Epstein and Abbas Mirza, op. cit., pp. 10-11.

(١١٣) المرجع نفسه، الصفحة ١١.

(١١٤) Gregory Crouch with Suzanne Kapner, loc. cit.



وفي مثال آخر، لم تُعدّ شركة سلسلة أسواق سوبر ماركت ومتاجر متعددة الأقسام مدرجة في بورصة بيروت بياناتها المالية المتوقعة وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية قبل عام ٢٠٠١. وأعلنت الشركة أنها حققت عائدات صافية مقدارها ١,٩ مليون دولار و ٠,٣٨ مليون دولار و ٠,٧٧ مليون دولار في الأعوام ١٩٩٨ و ١٩٩٩ و ٢٠٠٠ على التوالي<sup>(١١٥)</sup>. وأعلنت الشركة، لدى تطبيق المعايير المحاسبية الدولية، أنها حققت خسارة مقدارها ٤,٨ مليون دولار أمريكي قبل تسويات السنة السابقة وخسارة مقدارها ٤,٤ مليون دولار من تسويات السنة السابقة ليصل إجمالي الخسارة إلى ٩,٢ مليون دولار في عام ٢٠٠٠، أساساً بسبب الرسملة السابقة لشئى المصروفات. وكانت العائدات المرتفعة السابقة ستضلل المستثمر في تقييم الشركة على أساس الأرباح لكل سهم ومقارنة أرقام الشركة بأرقام شركة أخرى حسب الأرباح لكل سهم باستخدام المعايير المحاسبية الدولية.

وضاعفت عولمة أسواق المال الحاجة إلى توحيد معايير ومتطلبات الإبلاغ المالي<sup>(١١٦)</sup>. وفي الوقت تتنافس المعايير الأمريكية والمعايير الدولية على ما سيصبح معايير عالمية<sup>(١١٧)</sup>.

### (ج) الفوائد الإقليمية لتطبيق المعايير المحاسبية الدولية

تتطلب بورصة عمان، وبيروت، والقاهرة والإسكندرية جميعاً أن يكون الإبلاغ المالي وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية. وتشمل فوائد تطبيق معايير موحدة في منطقة الإسكوا ما يلي:

(أ) يحقق الإبلاغ المالي بين الشركات المدرجة المصدقية المطلوبة بشدة، ومن ثم تمثل البيانات المالية التي تصدرها الشركات أساساً موثقاً به للمحللين والمستثمرين لتقييم الأداء والمركز المالي لهذه الشركات وأوراقها المالية؛

(ب) تتيح المعايير المحاسبية الموحدة لجميع الشركات المدرجة إقليمياً المقارنة الدقيقة فيما بين بلدان المنطقة للنتائج المالية التي تحققها الشركات. ويتجاوز التحليل الشامل لأداء الشركة المالي مجرد مقارنة الأرقام والنسب المالية (حسبما هو مبين بالتفصيل أدناه)، ولكن المعايير الموحدة تنشئ أساساً مشتركاً متيناً يضمن وثاقاً صلة التحليلات والمقارنات المالية للشركات التي تجري فيما بعد؛

(ج) يعطي اعتماد المعايير المحاسبية الدولية معايير محاسبية للأسواق المالية العربية ماثلة لتلك التي ينظر فيها أعضاء الاتحاد الأوروبي، مما يعزز الآمال في إمكانية إجراء معاملات للشركات على المستوى الدولي؛

(د) ستوضع معايير تعطي الشركات غير المدرجة، التي تستهدف اكتساب الطابع المؤسسي وفرصة التمويل بالأسهم ومركزاً يتيح لها عرض إصدار عام أولي، علامات طريق تسترشد بها في السعي لتحسين مركزها (من حيث الإبلاغ والشفافية) من أجل التحول الفعلي إلى شركات عامة.

Financial Funds Advisors International SAL, "Fiscal year 2000 evaluation report: Bou Khalil markets" (Beirut, (١١٥) March 2001), pp. 6-8.

(١١٦) المرجع نفسه، الصفحة ٩.

(١١٧) المرجع نفسه، الصفحة ٧.

(د) الإبلاغ المالي

الإبلاغ المالي السليم هو في المقام الأول مسؤولية الشركة. وتطلب الهيئات التشريعية تطبيق معايير الإبلاغ المناسبة وتعمل على إنفاذها، ولكن الشفافية والمسؤولية عن الإبلاغ المالي يجب أن تبدأ من المنبع - من الشركة ذاتها - بغية تشجيع استثماراتها الاستراتيجية طويلة الأجل. ويجب على قطاع الشركات في المنطقة العربية، كما يكتسب المصداقية ويجتذب الاستثمارات، أن يحسن ممارساته المحاسبية من حيث الشفافية وقابلية المساءلة والشمول. ومراجعة الحسابات هي مسؤولية شركات المراجعة، ولكن البيانات المالية تظل مسؤولية الشركات نفسها.

(هـ) الإفصاح الضروري لحملة الأوراق المالية المدرجة

لا يقتصر إفصاح الشركات على البيانات المالية والتقارير المدققة (المراجعة) التي تطلبها كل بورصة. وينبغي لقطاع الشركات في منطقة الإسكوا وغيرها من أنحاء العالم العربي أن يبذل جهوداً أكبر من مجرد الالتزام بمتطلبات الإفصاح القانونية، وأن يوفر للجمهور جميع المعلومات ذات الصلة عن الأداء السابق والحالي وتحليل الإدارة للنتائج المالية وخطط التوسع والتوقعات مستقبلاً، وجميعها نقيده في تعزيز الشفافية. ومن المرجح أن يثير توافر هذه المعلومات الاهتمام بين المستثمرين في بلدان المنطقة على مستويي الأفراد والمؤسسات. ويجب أن يضمن قطاع الشركات توافر هذه المعلومات التفصيلية والمستوفاة وسهولة الوصول إليها على السواء في بلدان المنطقة.

(١) إجراءات ومسؤوليات الشركات

لن تكتسب الشركة العامة المصداقية بين المستثمرين إذا لم توفر تقارير شاملة عن مجالات الاهتمام كافة، بما في ذلك المركز المالي والأداء والاستراتيجية التجارية وتوقعات النمو والإيرادات وخطط التوسعات. وتتوفر للمستثمرين العرب، بما في ذلك المستثمرين من منطقة الإسكوا، إمكانية وصول سهلة إلى التقارير والمعلومات الأكثر شفافية التي عادة ما توفر في الاقتصادات المتقدمة في أوروبا وأمريكا الشمالية. وإذا لم تحقق الشركات في منطقة الإسكوا هذا المستوى من الإفصاح وتحسين تلبية توقعات المستثمرين، لن يكون هناك عملياً ما يعزز الثقة في الأوراق المالية المدرجة إقليمياً. ويتوقع ما يلي بشأن الإبلاغ المالي:

(أ) إعداد بيانات مالية مدققة سنوياً عن السنة الجارية والسنوات السابقة، على أن يتم إعدادها وفقاً لمعايير موثوقة ومقبولة دولياً؛ وينبغي أن تتاح هذه التقارير خلال أربعة أو خمسة شهور من نهاية السنة المالية، بالنظر إلى أن إتاحتها في الوقت المناسب يمثل عاملاً هاماً؛

(ب) إعداد بيانات مالية فصلية غير مدققة، على أن يتم إعدادها أيضاً وفقاً لمعايير مقبولة دولياً؛ وينبغي أن تصدر خلال شهرين من نهاية كل من الربع الأول والثاني والثالث من السنة المالية، بالنظر إلى أن توفير هذه البيانات المالية في الوقت المناسب ضروري أيضاً لإتاحة معلومات مستوفاة للمستثمرين عن الأداء المالي؛

(ج) إعداد تقارير سنوية توفر معلومات أساسية عن الشركة وإدارتها واستعراض العمليات وتحليل الإدارة للنتائج المالية؛

(د) توفير استيفاءات للمعلومات عن الشركة في الوقت المناسب وتقديم إشعارات عن أية تغييرات (في الاستراتيجيات التجارية وهيكل المساهمين والحيازات وما إلى ذلك)؛

(هـ) توفير استيفاءات منظمة عن الأنشطة التجارية والمركز النسبي للشركة، بما في ذلك نصيبها من السوق والمنتجات والخدمات الجديدة فيها ونفاذها إلى أسواق جديدة وتوزيع الأرباح المتوقعة وغير ذلك من المعلومات ذات الصلة بالشركة؛

(و) توفير سجل بممارسات الإدارة في الشركة بما في ذلك معايير السلوك التجاري ومبادئ إدارة الشركة ومدونة قواعد السلوك لكبار الموظفين الماليين؛

(ز) توفير معلومات كافية عن سياسة الشركة لمنع إساءة استخدام مسؤولي الشركة للمعلومات الداخلية في تداول الأوراق المالية، مما يعزز مصداقية الشركة بين المستثمرين. وهذا جانب من جوانب حسن إدارة الشركة، ولكن يجب ذكره بصورة خاصة، بالنظر إلى أنه يمثل أحد أهم قضايا الشفافية لشركات التداول؛

(ح) إن إصدار المواد السالفة الذكر في الوقت المناسب ضروري للمستثمرين من حيث الشفافية والمسؤولية على المستوى القطاعي؛ ولكن تبقى الشركة هي الرصيد الحقيقي للأوراق المالية المدرجة.

## (٢) نشر المعلومات

يكتسي توافر المعلومات وسهولة الحصول عليها بالنسبة للمستثمرين نفس الأهمية التي للحقائق والأرقام والتحليلات الفعلية المقدمة. وينبغي للشركات المدرجة في المنطقة أن تعمل على أن تكون التقارير الشاملة والمستوفاة أيسر توافرا للمستثمرين الحاليين والمحتملين في شتى أرجاء المنطقة. ويتحقق هذا على نحو أفضل من خلال المواقع الإلكترونية للشركات. وينبغي أن يشمل الموقع الإلكتروني لكل شركة على موجز عن خلفيتها وإدارتها، وأن يشمل قسم مخصص للمستثمرين على تقارير سابقة وحالية وبيانات مالية مقارنة مدققة وبيانات مؤقتة وغير ذلك من المعلومات السابق ذكرها ذات الصلة بالمستثمرين. ويمكن لمراكز البحوث العربية المتخصصة وإدارات البحوث في المؤسسات المالية العربية أن تساعد في نشر المعلومات عن الشركات وتوفير تحليلات موضوعية ومعارية الطابع للأوراق المالية المدرجة، مماثلة لتلك المتاحة من خلال الشبكة العربية للأسواق المالية.

ويمكن أن تقوم الشركات المستقلة العاملة في مجال البحث والتحليل بدور في نشر المعلومات المفصّل عنها من الشركات. ويمكن أن تجمع هذه الشركات معلومات إبلاغ شاملة ومستوفاة بصورة مستمرة عن الشركات المدرجة إقليمياً وأن تنشر هذه المعلومات على الجمهور من خلال مواقعها الإلكترونية ومنشوراتها الدورية. كما يمكن أن توفر الشركات التابعة أو إدارات المؤسسات المالية هذه الخدمات. وينبغي أن تكون المعلومات التي تنشر عن الشركات مشفوعة بتحليلات معيارية وغير متحيزة للأوراق المالية المدرجة. وللشبكة العربية للأسواق المالية موقع إلكتروني يشمل على المعلومات الجارية عن الشركات المدرجة إقليمياً، بما في ذلك النسب المئوية والتواريخ التجارية والوصلات بالمواقع الإلكترونية المهمة. كما توفر الشبكة بالاتصال المباشر تقارير عن البحوث التي تعدها المراكز البحثية العربية والدولية. ويمثل هذا الموقع الإلكتروني مصدراً ممتازاً للمعلومات والوصلات. وتعتمد دقة وشمول المواد التي تنتجها وتنتشرها مراكز البحث المستقلة على نوعية المعلومات المالية التي تقدمها الشركات؛ وعليه، ينبغي النظر إلى دور هذه المؤسسات باعتباره مكملاً لدور قطاع الشركات في هذا الصدد. ويشير الجدول ٤ إلى أن من

بين الشركات الثلاثين المدرجة في مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية، فإن لدى ١٧ منها فقط مواقع إلكترونية، ويوفر تسعة من مواقعها الإلكترونية بيانات مالية سنوية مراجعة، ويوفر ثلاثة فقط تقارير سنوية عن الشركات. ولا يتوفر للمستثمر المحتمل سوى القليل من المعلومات التي يستند إليها في قرارات الاستثمار. ومن بين الشركات المدرجة في بورصة بيروت في حزيران/يونيو ٢٠٠٣، تتيح خمس منها فقط بيانات مدققة على مواقعها الإلكترونية (وجميع الشركات الخمس شركات مالية محلية). وأكبر شركة لبنانية مدرجة في بورصة بيروت لا تنشر نتائجها المالية المدققة على موقعها الإلكتروني. ويتعين على المستثمر المهتم أن يتصل بالشركة مباشرة لطلب نسخة مطبوعة من تقريرها السنوي وبياناتها المالية المدققة. وهي مهمة غير سهلة لمستثمر في خارج لبنان.

#### الجدول ٤ - بورصتا القاهرة والإسكندرية: الشركات المدرجة في مؤشر الثلاثين

وجود موقع إلكتروني	التقارير المتاحة	الشركة
متاح	البيانات المالية المراجعة	البنك التجاري الدولي (مصر)
متاح	معلومات مالية فقط	الشرقية للدخان
متاح	التقارير السنوية والبيانات المالية المراجعة	البنك المصري الأمريكي
متاح	التقارير السنوية والبيانات المالية المراجعة	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول
متاح	البيانات المالية المراجعة	المجموعة المالية المصرية - هيرمس
متاح	تقارير سنوية غير مستوفاة	المصرية الدولية للأدوية
متاح	البيانات المالية المراجعة	العز للبورسلين
متاح	البيانات المالية المراجعة	العز لحديد التسليح
متاح	البيانات المالية المراجعة	بنك مصر الدولي
متاح	البيانات المالية المراجعة	البنك الأهلي سويسيتيه جنرال
متاح	معلومات مالية فقط	أوراسكوم للإنشاءات
متاح	التقارير السنوية والبيانات المالية المراجعة	أوراسكوم تليكوم القابضة
متاح	لا شيء	أي أي سي للمقاولات
متاح	لا شيء	المالية والصناعية المصرية
متاح	لا شيء	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي
متاح	لا شيء	النساجون الشرقيون
متاح	لا شيء	سيناء للأسمنت
غير متاح	لا شيء	بولفارا للشحن والتفريغ
غير متاح	لا شيء	القاهرة للإسكان
غير متاح	لا شيء	البنك الوطني المصري
غير متاح	لا شيء	بنك تنمية الصادرات
غير متاح	لا شيء	الصوامع العامة والتخزين
غير متاح	لا شيء	مدينة نصر للإسكان
غير متاح	لا شيء	أسمنت بني سويف
غير متاح	لا شيء	المصرية للأسمنت (قنا)
غير متاح	لا شيء	مجموعة أولمبيك للاستثمارات المالية
غير متاح	لا شيء	أوراسكوم القابضة للفنادق
غير متاح	لا شيء	البويات والكيماويات الصناعية
غير متاح	لا شيء	أسمنت السويس
غير متاح	لا شيء	أسمنت طره

المصدر: بورصتا القاهرة والإسكندرية، جدول مؤشر الثلاثين (<http://www.egyptse.com/download/case30.xls>)؛ والشبكة العربية للأسواق المالية ([www.alshabaca.com](http://www.alshabaca.com)).

### (٣) أوجه الإفصاح والتنبؤات المالية المطلوبة من الشركات لعرض الإصدارات الأولية للجمهور

ينبغي أن تشمل نشرة الإصدارات الأولية للجمهور، التي تجمع من خلالها الأموال لشركة ما، على بيانات مالية مدققة عن الشركة في السنوات الثلاث السابقة ووصف لأعمالها التجارية وتوقعاتها وتقييم للسهم المصدر. ودور الشركة في الإصدار الأولي للجمهور هو توفير معلومات شاملة عن جميع جوانب أعمالها التجارية - في الماضي والحاضر والمستقبل - فضلاً عن التنبؤات التي تستند إلى أهداف مقنعة وقابلة للتحقيق. وينبغي للشركة أن تتحاشى وضع سعر غير مبرر للسهم، بالنظر إلى أن هذا سيكون له أثر سلبي على الأداء السابق للورقة المالية المصدرة ويضعف الثقة في الشركة الحديثة الإدراج.

### ٣- دور محلي الأوراق المالية

من أجل تعزيز اهتمام وثقة المستثمرين في الإصدارات على مستوى أسواق المنطقة، ينبغي للشركة ومحلي الأوراق المالية تقديم تقارير تقدير وتقييم فنية عن الأسهم وعن الأوراق المالية الثابتة الدخل (السندات)، مما يساعد بدوره المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمار مدروسة. وتركز تحليلات الأوراق المالية الثابتة الدخل بصورة حصرية على قضية الملاءة، أي على قدرة الطرف المصدر على احترام التزاماته بشأن المدفوعات الثابتة. غير أن نوع التحليل يختلف في حالة السندات التي تصدرها الحكومة عنه في حالة السندات التي تصدرها شركة ما. ويشتمل تحليل الأوراق المالية المتصلة بالحقوق - وهي الأوراق المالية العامة أساساً - على تقييم الملاءة، وأداء العمليات والنمو، وربحية الشركة وإسقاطات حركة النقود الحرة والأرباح المتوقعة للتوزيع. ويمثل التحليل الدقيق والشامل للأوراق المالية المتصلة بالحقوق "محرك" أسواق المال والبورصات، التي تحفز النمو والتنمية. وتفيد الخبرة الفنية في تحليل الأوراق المالية في تحديد مصداقية وجاذبية الأوراق المالية المدرجة على مستوى بلدان المنطقة.

#### (أ) الأرباح مقابل حركة النقود الحرة

يمكن أن تكون النسب المالية للشركات مضللة إذا لم تفسر بصورة حكيمة. وعلى وجه التحديد، يجب النظر إلى نسب الأرباح بصورة مترادفة مع البيانات والنسب المالية الأخرى للتأكد من قدرة وأداء شركة ما. ويرى سيمون بنينغا وأوديد ساريغ أن استعمال المضاعفات في تقييمات الشركات أكثر إشكالية من استعمال حركة النقود المحتسبة<sup>(١١٨)</sup>. واستند مدير صندوق مالي أمريكي، متخصص في اكتشاف تلاعب محلي الأوراق المالية في تقييمها على أساس حركة النقود الفائضة، في حساباته على تسوية صافي أرباح الشركة حسب مصروفات الاستهلاك والنفقات الرأسمالية والتغيرات في رأس المال العامل: ذلك أن "أي قياس آخر، سواء كان توقعات أو أصول خفية أو مضاعفات للدخل يجب أن يحول إلى حركة نقود فائضة"<sup>(١١٩)</sup>. ويجب أن يتوفر لدى محلي الأوراق المالية الإقليميين فهم شامل للتحليل المالي، الذي بدونه يفتقد تقييم الأوراق المالية المدرجة، وبخاصة الأسهم، العمق اللازم ويخفق في تلبية توقعات المستثمرين من حيث جدية ومصادقية التحليل والمشورة المقدمة. وبالنظر إلى أن أرباح الشركة يمكن أن تختلف إلى حد كبير عما تولده من حركة نقود لأصحاب الحقوق في سنة مالية ما، فإنه يمكن أن تضلل نسب الربحية خبراء التحليل والمستثمرين. ولا غنى عن مقارنة أرباح الشركة بحركة النقود التي تولدها لإجراء تقييم أساسي لورقة مالية متصلة بالحقوق.

Simon Benninga and Oded Sarig, *Corporate Finance: A Valuation Approach*, International Edition (New York, (١١٨) McGraw-Hill, 1997), p. 85.

Gretchen Morgenson, "Simple rules to keep analysts honest", *The New York Times* (25 November 2002) (١١٩)

ويمكن أن تختلف الأرباح عن حركة النقود الحرة للأسباب التالية:

(أ) الاستهلاك هو من المصروفات غير النقدية التي تدرج في بيان إيرادات الشركة؛ ويجب أن يضاف ثانية إلى تسويات حركة النقود؛

(ب) على حين أن ما تنص عليه المعايير المحاسبية الدولية بشأن تكاليف الشركات هو صرف هذه التكاليف عند تكبدها، فإنها تجيز رسملة هذه التكاليف عند تكبدها لحيازة أو إنشاء أو إنتاج أصل "مؤهل" (أي أصل يأخذ فترة زمنية طويلة لإعداده للاستعمال)<sup>(١٢٠)</sup>. وفي حالات رسملة الفائدة، يضاف المقدار المرسل إلى قيمة الأصل المحمولة؛

(ج) تتألف النفقات الرأسمالية من استثمارات الشركة في أصول ثابتة خلال السنة المالية. وتتطلب هذه الاستثمارات تمويلاً وإنفاقاً نقدياً من الشركة، ولكن هذا الإنفاق النقدي لا يظهر في بيان الإيرادات ومن ثم لا يؤثر على صورة الأرباح. ويحتاج المحلل إلى تقييم الاستثمارات السابقة والحالية والمتوقعة للشركة من حيث الأصول الثابتة الملموسة وغير الملموسة، بالنظر إلى أن هذه تؤثر إلى حد كبير في قدرة الشركة على توليد النقود؛

(د) تؤثر التغيرات في الجزء الجاري من ميزانية الشركة (رأس المال العامل) إلى حد كبير على حركة النقود العاملة بها ويمكن أن تشمل هذه التغيرات تغييراً من فترة إلى فترة أخرى في المخزون والحسابات الدائنة والمدينة وغير ذلك من الأصول والخصوم القصيرة الأجل؛

(هـ) على حين تظهر مصروفات الفائدة في بيان إيرادات الشركة ومن ثم تؤثر على أرباحها، فإن القروض الجديدة التي تحصل عليها ومستحقات المدفوعات على رأسمالها الأصلي لا تؤثر على أرباحها المعلنة. وبالتالي، إذا لم يتم تحليل التمويل جنباً إلى جنب مع الربحية، فإن الأمر يمكن أن ينتهي إلى تقييم خادع للمركز المالي للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وينبغي للمحللين أن يحددوا بصورة واضحة من أجل إجراء تحليلات جادة للشركات المدرجة إقليمياً، العوامل التي يستند إليها أداء الشركات من حيث حركة النقود. وقد تكون هذه العوامل مؤقتة أو دائمة ويمكن أن تكون حركة النقود الفائضة في سنة مالية منخفضة بسبب الاحتياجات العادية للإنفاق الرأسمالي الذي يتوقع أن يستمر على الأجل المتوسط؛ ومن الناحية الأخرى، يمكن أن تكون نتيجة لإنفاق رأسمالي مؤقت بسبب تغييرات عارضة في رأس المال العامل. ويمكن أن تؤثر نتيجة مثل هذا التحليل لتقييم أسعار الأوراق المالية على قرارات المستثمرين.

#### (ب) التوحيد القياسي لتحليل الشركات والأوراق المالية المدرجة

يمثل وضع قواعد ومبادئ توجيهية لتحليل الأوراق المالية مهمة شاقة من حيث التطوير والتنفيذ على السواء. غير أنه من أجل تعزيز الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في شتى بلدان المنطقة، لا يقل توحيد هذا التحليل أهمية عن توحيد إجراءات المحاسبة والمراجعة. ويعتمد المستثمرون في شتى أنحاء العالم، بما في ذلك المستثمرون المهتمون بالشركات المدرجة إقليمياً، على توافر وموثوقية تقارير المحللين. ومن شأن توحيد هذه التقارير أن يمنع استخدام نسب الربحية المضللة والتقييمات المشكوك فيها للأوراق المالية وتوصيات الشراء والبيع غير المستندة إلى حقائق. ويمكن أن تستفيد البلدان الأعضاء في الإسكوا من خبرة أسواق رأس المال المتقدمة في التغلب على مختلف الصعاب في هذا المجال. وتمثل القواعد التالية، التي

وضعها روبرت أولستين<sup>(١٢١)</sup>، مدير "Olstein Financial Alert Fund" في نيويورك، منهجية معيارية يمكن أن تتبعها شركات البحوث التي تتيح للمستثمرين الاستناد في قراراتهم على التقارير المقارنة:

(أ) ينبغي أن تشمل تقارير جميع المحللين "ميزانية الشركة وأن تظهر إيراداتها وحركة النقود بها في السنتين السابقتين". كما أن التقارير "ينبغي أن تشمل أيضاً توقعات الأرباح وحركة النقود والنفقات الرأسمالية واحتياجات رأس المال العامل للشركة على مدى ثلاث سنوات؛

(ب) ينبغي أن تُقيّم الورقة المالية على أساس حركة النقود الفائضة"، وأن تحتسب بتسوية أرباح الشركة حسب مصروفات الاستهلاك والتغيرات في رأس المال العامل؛

(ج) لا ينبغي أن تشمل تقارير المحللين على توصيات بالشراء أو البيع، ولكن "ينبغي أن تشير إلى ما إذا كانت الورقة المالية مُقيّمة، بالاستناد إلى إسقاطات حركة النقود، بأقل من قيمتها الفعلية أو مقيمة بصورة عادلة أو مبالغ في قيمتها؛

(د) ينبغي أن تبين تقارير المحللين ما يلي: "أنه تم استعراض ممارسات الإبلاغ والإفصاح المحاسبي وأي انحرافات مادية في نسب رأس المال العامل والسيولة أو أن ممارسات الإبلاغ لا تتفق في رأي المحلل مع الواقع الاقتصادي المتناول بالبحث في هذا التقرير أو التقارير السابقة؛

(هـ) ينبغي إصدار تقديرات للأرباح سنوياً، كما ينبغي تقييم الأرباح الفعلية لتحديد ما إذا كانت تقتضي تغييراً في تقييم الورقة المالية مستقبلاً. وينبغي أن ينعكس في التقييمات الفعلية النظر في قيمة الشركة على الأجل الطويل لا المقارنات التفصيلية القصيرة بين الأرقام الفعلية والأرقام المتوقعة؛

(و) لا ينبغي أن يرسل المحللون إلى المديرين التنفيذيين للشركات نسخاً مسبقة من التقارير عن شركاتهم؛

(ز) "ينبغي حظر وضع أهداف لأسعار الأوراق المالية؛

(ح) "عند تقييم الشركة، يجب على المحللين تنزيل ما يسمى المشطوبات غير المتكررة من الأرباح المعلنة"، حتى إذا كانت الشركة قد عينت تلك المصروفات بهذه الصفة<sup>(١٢٢)</sup>.

ويمثل وضع منهجية موحدة لتحليل الشركات والأوراق المالية المدرجة في البلدان الأعضاء في الإسكوا وضمن الامتثال لهذه القواعد شرطاً أساسياً لنجاح نمو أسواق المال العربية.

### (ج) العوامل غير الملموسة للشركة

إن أهم عامل غير ملموس هو نوعية إدارة الشركة ومن ثم قدرتها على ضمان تنفيذ استراتيجيات الشركة ومخططات نموها والمتابعة الضرورية لها. كما أن مستوى التطور المؤسسي هو عامل غير

(١٢١) Gretchen Morgenson, loc. cit.

(١٢٢) المرجع نفسه.

لملموس آخر يؤثر على تحديد الأداء المتوقع للشركة واستمراريتها. وعلى حين أنه من الصعب أن تغوص شركات البحث في تناول تفاصيل إدارة الشركة والإشراف عليها وتحديد القدرات الإدارية بها، وبخاصة الشركات الأقل تطوراً مؤسسياً، فإنه ينبغي لهذه الشركات أن تكفل إمكانية حصول جمهور المستثمرين على جميع الأخبار والمعلومات المتاحة ونشرات الاستيفاء الحديثة عن إدارة الشركة وقاعدة المساهمين بها وغير ذلك من الجوانب غير المالية لأنشطة الشركة.

#### ٤ - إدارة الشركات

يوجد عاملان أساسيان يعززان مصداقية البورصات في المنطقة وهما (أ) الإفصاح الشفاف القابل للمحاسبة والمعياري الطابع من الشركات المدرجة أو التي تقدمت بطلبات للإدراج؛ (ب) التحليل الموثوق به والفني والمعياري الطابع للشركات والأوراق المالية والمدرجة، الذي يضطلع به محللو البحوث. وهذه المعلومات تخلق وتديم اهتمام وثقة المستثمرين بالسوق بصفة عامة. غير أن الأهم هو رغبة المستثمرين المحتملين في معرفة قدرات الأداء العملي والمالي والتوقعات المتعلقة بفرادى الشركات وبقطاع الشركات في مجمله. ويفيد حسن إدارة الشركة في تشكيل ملامح نموها وأرباحها وإمكاناتها الطويلة الأجل، وكل هذا يؤثر على الطلب العابر للحدود على الأوراق المالية المدرجة.

وينبغي للشركات العربية أن تضيف الطابع المؤسسي على نظم عملياتها وإدارتها وقاعدة المساهمين بها كيما تحسن كفاءتها وإنتاجيتها وتضمن استمراريتها. وفي منطقة تعلق فيها الروابط الأسرية على مصالح الشركة، فإنه ينبغي لمالكي ومديري هذه الشركات اتخاذ جميع القرارات الإدارية لمصلحة شركاتهم بدون أي اعتبار آخر، وأن تكون شركاتهم مؤسسات مستقلة ومستدامة ذاتياً ونامية، بصرف النظر عن هياكل ملكيتها.

وتمثل زيادة رقم الأعمال عاملاً رئيسياً آخر يؤثر على أداء ومركز الشركة، وبدون الزيادة المتوقعة والفعلية في مجموع إيرادات الشركة، لا يمكن توقع تحقيق نمو في الأموال المتاحة لتوزيع الأرباح. ويعني انخفاض النمو المتوقع في الأرباح ضعف الإمكانات المتعلقة بقيمة الورقة المالية، ومن ثم ضعف طلب المستثمرين عليها. وتعتمد جاذبية الورقة المالية المتداولة لشركة عامة ما على التخطيط المالي السليم للشركة وربحياتها. والنمو بدون ربحية لا معنى له إذا لم يثبت أنه يمثل مرحلة مؤقتة بدون أي آثار سلبية طويلة الأجل على السلامة المالية للشركة وملاءتها. وكما يقول أستاذ بكلية إدارة الأعمال في جامعة هارفارد "الضخامة بدون أرباح لن توصلك إلى شيء" (١٢٣).

كما أن سلوكيات حسن الإدارة للشركات عامل مهم أيضاً في الاحتفاظ بثقة المستثمرين. وحسبما تشدد إحدى رسائل السياسة العامة لشركة فورد للسيارات "إن السمعة الطيبة أصل لا يقدر بمال من أصول العمل التجاري الذي لا يمكن اكتسابه إلا من خلال السلوك الجدير بالثقة بصفة مستمرة" (١٢٤). ويتطلب هذا ما يلي:

(أ) ضمان أن تكون البيانات المالية الداخلية والخارجية للشركة وغير ذلك من البيانات والمعلومات المعلنة حقيقية ودقيقة في جميع الجوانب المادية؛

(١٢٣) Michael Porter, "Being big without profit doesn't get you anywhere", *The International Herald Tribune* (1 October 2002).

(١٢٤) Ford Motor Company, "Code of ethics for senior finance personnel", policy letter (5 May 2003) ([www.ford.com/en/company/investor/information/companyFinancials/corporateGovernance.htm](http://www.ford.com/en/company/investor/information/companyFinancials/corporateGovernance.htm)), p.1.



(ب) الحفاظ على الأمانة والسلوك الأخلاقي، وخاصة فيما يتعلق بتنازع المصالح؛

(ج) ضمان أن تمتثل الشركة امتثالاً كاملاً لجميع الأنظمة الخارجية المطبقة وكذلك الامتثال الكامل لسياساتها وأنظمتها الداخلية.

وأداء سوق الأوراق المالية هو انعكاس لجاذبية الأوراق المالية المدرجة بها، التي تستند بدورها على مدى ما تتمتع به الشركة من شفافية ومركز مالي وأداء وتوقعات نمو. ولا يعاني العالم العربي من نقص في أموال الاستثمارات؛ ذلك أن العرب لديهم مليارات الدولارات المستثمرة خارج المنطقة. والمعروف أن خصائص رأس المال هي الحركة والحساسية والندرة؛ وعليه فإنه يجب على الشركات ومشاريع الاستثمار العربية أن تكون مجهزة تماماً لاصطياد رأس المال<sup>(١٢٥)</sup>.

### جيم - تجارب البلدان والمناطق الأخرى في ربط الأسواق المالية

على الرغم من أن "قوتي عولمة الاستثمار والتكنولوجيا المترابطتين قد دمرتا إلى حد كبير الهياكل المحلية الخاصة للبورصات وأدت إلى نظم تداول ومنافسة أكثر تجانساً"<sup>(١٢٦)</sup>، فإنه يبقى هناك اختلاف واسع بين ترتيبات وتجارب ربط أسواق الأوراق المالية بين مختلف أرجاء العالم، بصرف النظر عما إذا كانت هذه الأسواق متقدمة أو ناشئة. وتشمل مستويات التعاون والتنسيق المحتملة بين البورصات، من أكثرها تكاملاً إلى أقلها تكاملاً من حيث الترابط، ما يلي: (أ) تنسيق الأنظمة وتوحيد معاملات المقاصة والتسوية؛ (ب) تيسير الاستثمار الأجنبي من خلال التداول العابر للحدود؛ (ج) الإدراج المشترك للأسهم.

ومن الأمثلة على أكثر الأشكال تكاملاً لربط أسواق الأوراق المالية مثال الاتحاد الذي شكلته بورصات أمستردام وبروكسل وباريس. ففي أيلول/سبتمبر ٢٠٠٠، أعلنت هذه العواصم الثلاث عن إقامة "يورونكست" (Euronext)، كسوق مالية على المستوى الأوروبي العام. وفي تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠١، بدأ تداول جميع أسهم الشركات المدرجة في البورصات الثلاث من منصة واحدة. وتوفر "يورونكست" للمستثمرين والشركات المدرجة للتداول العام من كل بلد من البلدان الأعضاء قواعد تداول موحدة ودفتر أوامر واحد لكل شركة مدرجة وغرفة مقاصة واحدة ونظام دفع وتسليم واحد وتداول الأسهم من خلال الإنترنت وفرص وصول متساوية للمعلومات عن الشركات وأسعار الأسهم باللغات الثلاث للأعضاء (الهولندية والألمانية والفرنسية). وجميع الشركات مصنفة وفقاً لنظام التصنيف العالمي الذي وضعه اتحاد البورصات الأوروبية، الذي يسهل المقارنة ويساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمار سليمة. وتوفر منصة التداول الموحدة للبلدان الأعضاء في "يورونكست" فرصة أوسع وأكثر تنوعاً بالنسبة لمصدري الأوراق المالية والمستثمرين<sup>(١٢٧)</sup>. وتمثل منصة التداول الواحدة أكثر الأشكال تكاملاً لربط أسواق الأوراق المالية، وتتطلب توحيداً وتنسيقاً واسع النطاق للتشريعات والقواعد والأنظمة.

---

George Azar, "Arab companies in dire need of sound strategic financial planning", *The Daily Star* (Beirut, 6 (١٢٥) February 2002).

Stephen Wellis, "Price discovery and competitiveness of trading systems", report prepared for the Annual Meeting of the International Federation of Stock Exchanges (FIBV), Brisbane, 3 October 2000 (<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=118&document=222>).

Euronext, "From Amsterdam, Brussels and Paris exchanges to Euronext" (<http://www.euronext.com>), accessed on (١٢٧) 1 August 2003.

وثمة طريقة أخرى للربط هي تيسير التداول العابر للحدود، الذي تتاح بموجبه للمستثمرين الأجانب إمكانية الوصول إلى الشركات المدرجة محليا. وترحب أسواق الأوراق المالية المتقدمة الكبيرة بالتداول العابر للحدود، الذي يجتذب أموال الاستثمارات من جميع أرجاء العالم. ويمكن للمستثمرين إعطاء أوامرهم عمليا من أي مكان، وتنتشر الصحف الدولية الكبرى معلومات هامة عن الأوراق المالية، تصل إلى أوسع قاعدة ممكنة من المستثمرين. وتشجع إزالة القيود التشريعية على ملكية الأجانب للشركات المحلية التداول العابر للحدود وإقامة الصلات بين الأسواق المالية. ومما ييسر هذا النوع من التداول أيضا الإذن للوسطاء الأجانب بالعمل في أسواق الأوراق المالية المحلية من خلال مكاتب فرعية أو السماح لهم بالتعاون مع نظرائهم المحليين في إعطاء الأوامر بالنيابة عن المستثمرين. وتزيل التشريعات التي تسهل خدمات الوساطة العابرة للحدود الحاجة إلى اتصال المستثمرين بالوسطاء في كل سوق أجنبي ومن ثم تتخفف تكاليف التداول العابر للحدود. وتفيد تكنولوجيات الاتصال الحديثة والإنترنت فائدة كبيرة إلى حد بعيد في هذا السياق. ويمكن إقامة وصلات إلكترونية بين أسواق الأوراق المالية باستخدام أحدث التكنولوجيات. وتيسر المواقع الإلكترونية لأسواق الأوراق المالية، التي توفر معلومات عن الشركات المدرجة وأسعار الأسهم وحركة المؤشرات، التداول العابر للحدود.

وهناك شكل ثالث من تكامل أسواق الأوراق المالية يستخدم في أنحاء شتى من العالم هو إدراج الشركات المشترك. وتترك الشركات من البلدان النامية المدرجة بصورة مشتركة داخل وخارج بلدانها أو مناطقها فوائد الإدراج في سوق متطورة؛ لا لأن ذلك يمكنها من جمع المزيد من رأس المال فحسب، ولكن لأنها تكون أيضا مضطرة إلى تحسين ممارساتها التجارية، حيث تتعلم من التجربة المباشرة أن "الشركات المدرجة في أسواق أجنبية للأوراق المالية تخضع أيضا للولاية القضائية لنظام قانوني متطور ومعايير إفصاح أعلى"<sup>(١٢٨)</sup>. والبورصات التي ترغب في إقامة صلات أقوى مع الأسواق المالية الإقليمية والعالمية، ولكنها غير قادرة على تنسيق قواعدها وأنظمتها أو توحيد معاملات المقاصة بها مع البورصات الأخرى، يمكنها أيضا المشاركة في الترابط عن طريق السماح بالإدراج المشترك للشركات المقامة في الخارج. والإدراج المشترك، بالنسبة للوكالات التنظيمية والبورصات، أقل كلفة من تنسيق الأنظمة والمعاملات المالية، بالنظر إلى أن المتطلبات القانونية والتكنولوجية تكون أقل في حالة الإدراج المشترك من إنشاء منصة تداول مشتركة. ويمكن أن يثير الإدراج المشترك بعض التحديات. ذلك أنه يتعين على الشركات أن تستثمر قدرا معينا من المال والوقت في التعرف على متطلبات الإدراج والامتثال لها في أكثر من سوق واحدة للأوراق المالية، وأن تدفع رسوم إدراج متعددة. وقد لا يكون هذا ممكنا عمليا بالنسبة للشركات المتوسطة الحجم أو الأعمال التجارية الإقليمية ذات الخبرة المحدودة بأسواق المال. والشركات الكبيرة المعروفة هي التي تستفيد أكبر الاستفادة من نظام الإدراج المشترك. وعلى الرغم من التكاليف المضافة، فإن الإدراج في أكثر من سوق 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، وعلى مستوى عملي أكثر، من خلال تزويدهم بمعلومات مالية متاحة فعليا عن الشركات الأجنبية وإمكانية وصول سهلة إلى أسهمها. ويمكن أن يضيق الإدراج المشترك للشركات المحلية في خارج المنطقة أموال الاستثمارات العالمية. ويمكن أن يضيق الإدراج المشترك للشركات الأجنبية في البورصات الوطنية والإقليمية عمقا إلى السوق الناشئة. وتشمل بعض الأمثلة على الإدراج المشترك الدولي ما يلي:

(أ) تكتشف الشركات من البلدان النامية فوائد الإدراج المشترك في الأسواق المتطورة للأوراق المالية؛ "وفي الألفية الجديدة، يحدث معظم تداول الأسهم الأمريكية اللاتينية في نيويورك"<sup>(١٢٩)</sup>؛

Graciela Kaminsky and Sergio Schmukler, "Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization", (١٢٨) paper prepared for the World Bank in 2002 (<http://www.worldbank.org/research>), p. 26.

(ب) تزعم بورصة لندن أنها البورصة الأكثر طابعاً دولياً، حيث أن الشركات المدرجة بها من أكثر من ٦٠ بلداً<sup>(١٣٠)</sup>.

وعلى الرغم من أن كثيراً من أسواق الأوراق المالية في شتى أرجاء العالم تسعى إلى زيادة التعاون والتكامل مع أسواق المال الإقليمية والعالمية، فإن عدداً قليلاً من البورصات في شرقي آسيا يفكك وصلاته المالية ويحتفظ بأسواقه للشركات المحلية لخدمة احتياجاتها الرأسمالية؛ وتشمل الأمثلة ما يلي:

(أ) بورصة كوالالمبور في ماليزيا وما كان يسمى من قبل بورصة سنغافورة (تسمى الآن بورصة سنغافورة لتداول الأوراق المالية، المحدودة) اللتان كانتا تتبادلان الإدراج المشترك للشركات المقامة في كل من هذين البلدين؛ قامتاً معاً بشطب هذه الشركات<sup>(١٣١)</sup>؛

(ب) تروج بورصة تايلند نفسها بوصفها سوقاً لإدراج الشركات والسندات الحكومية المحلية. ويرد في موقعها الإلكتروني اقتباس من خطة التنمية الوطنية الثانية للبلد، يقول إن "أهم دور للسوق هو تعبئة الموارد المالية لدعم التصنيع والتنمية الاقتصادية في تايلند"<sup>(١٣٢)</sup>.

وأكبر هيئة تسهل التعاون والتنسيق بين أسواق الأوراق المالية هي الاتحاد الدولي للبورصات، الذي يمثل أعضاؤه ٩٧ في المائة من إجمالي القيمة السوقية لجميع أسواق الأوراق المالية<sup>(١٣٣)</sup>. وأنشأ الاتحاد، في عام ١٩٦١، عدة بورصات أوروبية وتشمل عضويته حالياً ٥٦ بورصة من شتى أنحاء العالم<sup>(١٣٤)</sup>. والهدف من الاتحاد هو تشجيع نمو وتنمية أسواق المال الوطنية عن طريق توفير محفل للاتصال والتحليل والنقاش وتبادل الخبرات وتقديم المساعدة في مجالات المعايير وقضايا التداول العابر للحدود والمقاصة والتسوية. ولا تنص قواعد الاتحاد على ضرورة التوحيد القياسي بين أعضائه، كما أنه لا يوفر منصة للتداول المنسق.

وشكلت عدة اتحادات إقليمية لأسواق الأوراق المالية، تزاوِل طائفة مماثلة من الأنشطة. وتعمل هذه الرابطات الإقليمية كمصدر للمعلومات ونقل التكنولوجيا على السواء. وتشجع تطوير أسواقها الإقليمية للأوراق المالية عن طريق تيسير التعاون في التداول ومقاصة وتسوية المعاملات، ومن خلال توضيح المصطلحات. وفيما يلي أمثلة للرابطات الإقليمية الطوعية التي تدعم التعاون بين أسواق الأوراق المالية:

(أ) اتحاد البورصات الأوروبية وهو رابطة لبورصات "الحيز الاقتصادي الأوروبي" وسويسرا؛ ويجوز لمنظمات الأسواق في بلدان أوروبا الوسطى والشرقية الانتساب إلى هذا الاتحاد<sup>(١٣٥)</sup>؛

---

(١٣٠) London Stock Exchange, "About us" (<http://www.londonstockexchange.com>), accessed on 31 July 2003

Kuala Lumpur Stock Exchange, "About us" ([www.klse.com.my/website/marketinfo.htm](http://www.klse.com.my/website/marketinfo.htm)), accessed on 31 July 2003.

(١٣٢) Stock Exchange of Thailand ([http://www.set.or.th/en/about/set/history\\_pl.html](http://www.set.or.th/en/about/set/history_pl.html)), accessed on 1 August 2003

(١٣٣) World Federation of Exchanges, "A brief history", members section (<http://www.world-exchanges.org>), accessed on 6 August 2003.

(١٣٤) Originally known as the International Federation of Stock Exchanges (or Federation Internationale des Bourses de Valeurs [FIBV]), the organization's name was changed to the World Federation of Exchanges in 2001.

(١٣٥) Federation of European Securities Exchanges, "Members & associate members" (<http://www.fese.be>), accessed on 6 August 2003.

(ب) اتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، الذي أنشئ في عام ١٩٩٥ بعضوية ١٢ بورصة اتسعت لتشمل ٢٤ بورصة، بما في ذلك أربع بورصات في منطقة الإسكوا<sup>(١٣٦)</sup>. ودور الاتحاد هو تشجيع تطوير الأسواق الإقليمية للأوراق المالية وتشجيع التكامل فيما بين هذه الأسواق من خلال الإدراج المشترك والتداول العابر للحدود<sup>(١٣٧)</sup>؛

(ج) اتحاد بورصات جنوب آسيا الذي يضم ١٢ بورصة عضوا. وهدف الاتحاد هو تشجيع تطوير أسواق الأوراق المالية في المنطقة، وتشجيع تطبيق المعايير المحاسبية الدولية، لتيسير الإدراج العابر للحدود ونقل التكنولوجيا، وتوجيه البورصات الأعضاء صوب التكامل الإقليمي والعالمي<sup>(١٣٨)</sup>؛

(د) اتحاد بورصات شرقي آسيا وأوقيانيا، الذي أنشئ في عام ١٩٨٢ لتيسير تبادل المعلومات بين الأعضاء؛ وعددهم حاليا ١٥. وغير الاتحاد ميثاقه في عام ١٩٩٨ لإقرار تحول العضوية من كونها عضوية على أساس البلدان إلى عضوية أساسها أسواق الأوراق المالية؛

(هـ) بورصة إسطنبول التي أنشئت في عام ١٨٦٦، وقد وقعت مذكرات تفاهم بشأن التعاون مع بعض البورصات الأخرى في المنطقة. ويربط هذا الشكل المحدود من أشكال الاتحاد بورصة إسطنبول بالبورصات الناشئة في كازخستان وكيرغستان وأوزبكستان<sup>(١٣٩)</sup>؛

(و) اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، الذي أنشئ في عام ١٩٨٢، ويسعى هذا الاتحاد إلى تيسير تدفق الاستثمار فيما بين البلدان العربية من خلال إنشاء سوق إقليمية عربية للأوراق المالية<sup>(١٤٠)</sup>.

---

(١٣٦) The Amman Stock Exchange, Cairo and Alexandria Stock Exchanges, Muscat Securities Market, and Palestine Securities Exchange.

(١٣٧) Istanbul Stock Exchange, "Internal recognition and memberships" (<http://www.ise.org/about/recog.htm>), accessed on 1 August 2003; and Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, "History of FEAS" (<http://www.feas.org>).

(١٣٨) South Asian Federation of Exchanges (<http://www.safe-asia.org/aboutsafe.htm>), accessed on 31 July 2003

(١٣٩) Istanbul Stock Exchange (<http://www.ise.org/about/majordev.htm>), accessed on 31 July 2003

(١٤٠) اتحاد البورصات وأسواق المال العربية، النظام الأساسي.

### ثالثاً- ربط أسواق الأوراق المالية في منطقة الإسكوا: الفرص والتحديات

يجب أن تتصدى الأسواق الناشئة للأوراق المالية في البلدان الأعضاء في الإسكوا للعوامل الأساسية التي تمنعها من القيام بالدور الهام في التنمية الذي قامت به أسواق المال في أجزاء أخرى من العالم النامي. وفي عصر العولمة الجديد، تتوفر لأسواق الأوراق المالية في المنطقة الفرصة لاجتذاب رأس المال الدولي. غير أنها تواجه أيضاً منافسة متعاضمة من الأسواق المتقدمة. ولا ضمان لنجاح أسواق الأوراق المالية الناشئة حديثاً: "ذلك أن الأسواق الرسمية لا تزدهر جميعها، بالنظر إلى أن المستثمرين يجذبون إلى أسواق معينة ويتركون الأخرى ناقصة الاستخدام. وعموماً، تتصف الأسواق الأنشطة بسمات هامة تفتقر إليها في كثير من الأحيان الأسواق الأصغر"<sup>(١٤١)</sup>. واجتذاب رأس المال الدولي والاستخدام الكفء للأموال الإقليمية ضروريان للتنمية الاقتصادية في المنطقة العربية. والدروس التي يمكن تعلمها من التنمية اللافتة للنظر لاقتصادات معينة في شرقي آسيا هي أن: "تجربة هونغ كونغ وكوريا الجنوبية وماليزيا وسنغافورة تشير إلى أن النمو الاقتصادي الطويل الأجل يعتمد على توفير المال اللازم لتمويل التكوين الرأسمالي المحلي"<sup>(١٤٢)</sup>.

وتشمل سمات سوق الأوراق المالية الناجحة السيولة والشفافية والموثوقية وحماية المستثمرين والإجراءات القانونية المناسبة وانخفاض كلفة المعاملات. وتفتقر أسواق الأوراق المالية في منطقة الإسكوا، شأنها في ذلك شأن الأسواق الناشئة الأخرى، إلى كثير من السمات الهامة. وفي عصر ينتقل فيه العالم صوب تكامل مالي أكبر - ولا سيما بعد توقيع الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات (الغانس)، وبخاصة في ضوء التعديل الخامس للاتفاق، الذي يدعو إلى التحرير المالي - لا يزال يتعين على الأسواق العربية للأوراق المالية أن تنشئ روابط إقليمية هامة. وقد أعاق هذا فعالية الأسواق العربية للأوراق المالية بوصفها آلية لتعبئة رأس المال اللازم للنمو الاقتصادي والتنمية، وخلق فراغاً يؤدي إلى تحويل الأموال العربية إلى خارج المنطقة (هروب رأس المال). غير أن البحوث المتعلقة بتقلب أسواق الأوراق المالية في المنطقة تشير إلى أن "الأسواق العربية تتصف بقلّة الارتباط فيما بينها ومع الأسواق الدولية"<sup>(١٤٣)</sup>، وبأسواق المالية الناشئة الأخرى، ذلك الارتباط الذي يجعلها مصدراً مفيداً بصفة خاصة لخفض المخاطر بالنسبة لمستثمري المحافظ المالية<sup>(١٤٤)</sup>. وتمثل أسعار الأوراق المالية التي تتحرك بصورة مستقلة عن نشاط أسواق المال العالمية سمة جاذبة للمستثمرين الدوليين الذين يعمدون إلى تنويع المخاطر. وهناك طلب متعاظم على الأسواق المالية الأوسع ذات التنويع الأكبر في الصكوك المالية في العالم العربي، بالنظر إلى أن كثيراً من المستثمرين العرب لديهم خبرة كبيرة بأسواق المال المتقدمة ويطلبون مستويات مماثلة من التنويع والجودة في أسواقهم المحلية قبل أن يستثمروا فيها. وعلى الرغم من الجهود القريية العهد لتنشيط الأسواق العربية للأوراق المالية، فإنها لا تزال ناقصة التطور وناقصة الاستخدام، وتفتقر إلى العمق وحجم التداول المناسب.

والسوق المالية القوية "يمكن أن تجعل إمكانية الوصول إلى رأس المال الدولي أسهل، بقدر ما تتطور به إلى بورصة تتصف بالكفاءة وتوافر السيولة"<sup>(١٤٥)</sup>. وفي الوقت الحالي، تعوق هشاشة أسواق الأوراق

Marc Levinson, *Guide to Financial Markets*, 3<sup>rd</sup> ed. (Princeton, New Jersey, The Economist/Bloomberg Press, (١٤١)  
2003), p. 11.

.Kamal Naser, op. cit., p. 2 (١٤٢)

.Riad Dahel, "Volatility in Arab stock markets", working paper (Kuwait, Arab Planning Institute, 2003), p. 19 (١٤٣)

.Henry Azzam, "Positioning the region's capital markets to attract repatriated Arab funds from abroad"... (١٤٤)

.Kamal Naser, op. cit., p. 3 (١٤٥)

المالية في العالم العربي فرص الاستثمار أمام المدخرين الإقليميين؛ وبخلاف ذلك فإن قدراً كبيراً من رأس المال العربي الذي يمكن أن يتاح للتنمية الإقليمية. يستثمر في الأسواق التي تدر إيرادات أوفر في آسيا وأوروبا وأمريكا الشمالية. وفي بعض الحالات تمنع الجهات المستثمرة الحكومية مثل صناديق المعاشات التقاعدية من المشاركة في الأسواق المحلية للأوراق المالية بالنظر إلى أن كبر حجمها بالنسبة إلى حجم السوق يمكن أن يؤثر على أسعار الأوراق المالية. وبالنظر إلى أن الأسواق العربية للأوراق المالية ناقصة التطور، يلجأ كبار المستثمرين في كثير من الأحيان إلى الاستثمار المباشر في الأوراق المالية غير المدرجة لبناء محافظهم الإقليمية، مما يزيد من إعاقة تنمية الأسواق. ويخفض التداول خارج السوق الرسمية القيمة السوقية للبورصات العربية والسيولة فيها. ومن الاتجاهات التي ظهرت مؤخراً بين مجموعات الاستثمار العربية هو سحب الاستثمارات من بعض أسواق المنطقة بسبب الافتقار إلى الثقة في معايير الإبلاغ وعدم كفاية إنفاذ اللوائح وضعف بعض الاقتصادات المحلية. وبالنظر إلى وجود رأسمال فائض يلهث وراء حجم محدود من الأسهم المدرجة في بعض أسواق الأوراق المالية في المنطقة، يمكن أن يحدث اكتتاب مفرط إلى حد بعيد في الإصدارات الأولية للجمهور. وفي كثير من الأحيان يلجأ كبار المستثمرين الاستراتيجيين في القطاعين الخاص والحكومي على السواء إلى شراء مجموعات من الإصدارات الأولية للجمهور والاحتفاظ بها لفترات زمنية طويلة، مما لا يترك بدائل واسعة أمام صغار المستثمرين. وفي كثير من الحالات لا يتمكن المستثمرون الذين يرغبون في شراء الأسهم من الأسواق المحلية للأوراق المالية من الحصول عليها بأي سعر. ويؤدي انخفاض حجم التداول وهشاشة السوق إلى انعدام كفاءة المعلومات وتماذي هذه الحالة لفترة طويلة<sup>(١٤٦)</sup>. ويظهر انعدام كفاءة المعلومات في استمرار الفوارق السعرية بين الأوراق المالية المدرجة بصفة مشتركة في شتى الأسواق في المنطقة. ويسهم انخفاض حجم التداول في ارتفاع تقلب أسعار الأسهم، مما يظهر فشل نظرية كفاءة السوق على المستوى الإقليمي التي تستند إلى فرضية أن أسعار الأسهم "تعكس تماماً المعلومات المتوفرة"<sup>(١٤٧)</sup>. ويمكن أن يكون لارتفاع تقلب أسعار الأسهم "أثر سلبي على المستثمرين الذين ينفرون من المخاطر وفي النهاية على الاقتصاد"<sup>(١٤٨)</sup>.

وتواجه البورصات والهيئات التنظيمية في المنطقة عدداً من التحديات التي تقيد جهودها لتشجيع تطوير الأسواق. ويجب أن يتحمل القطاع الخاص المسؤولية عن بعض العوامل التي تساهم في نمو الأسواق، بما في ذلك - اعتماد الممارسات المحاسبية الدولية، والإفصاح المالي المناسب والدقيق، واستعمال رأس المال السهمي لتمويل تطوير الشركات الأسرية الملكية. وتقع على عاتق الحكومات والهيئات التنظيمية وأسواق الأوراق المالية ذاتها مسؤولية ضمان الشفافية وتنسيق قواعد وأنظمة الأسواق الإقليمية للأوراق المالية، والمعاملة العادلة للمستثمرين الأجانب والمحليين، وإنفاذ القوانين ذات الصلة، وخصخصة الشركات المملوكة للدولة، وتنفيذ السياسات الاقتصادية الكلية السليمة، وتوفير برامج التدقيق للشركات الأسرية الملكية. وتعين الفصول الواردة أدناه التحديات الرئيسية والفرص التي تواجه المشاركين في أسواق الأوراق المالية في المنطقة وفي الجهود الرامية إلى ربط هذه الأسواق.

Imed Limam, "Is long memory a property of thin stock markets? International evidence using Arab countries", (١٤٦) Working Paper (Kuwait, Arab Planning Institute), p. 3.

Ghassan Omet, Mohammad Khasawneh and Jamal Khasawneh, "Efficiency tests and volatility effects: evidence from the Jordanian stock market", *Applied Economics Letters*, vol. 9, No. 12 (October 2002), p. 818.

.Riad Dahel, op. cit., p. 1 (١٤٨)

## ألف - على المستوى الإقليمي

### ١ - التحديات والفرص التي تواجه القطاع الخاص

يمثل بناء الثقة لدى المستثمرين في إدارة الشركة تحدياً عاماً. وتقع على عاتق الإدارة في أي نوع من أنواع الشركات، سواء كانت شركة محلية صغيرة أو شركة كبيرة متعددة الجنسيات، مسؤولية الاضطلاع ببحوث السوق الضرورية لسلامة الأعمال التجارية وإتاحة هذه المعلومات للمساهمين. ويجب على الشركات العربية، من أجل المنافسة بصورة فعالة على اكتساب ثقة المستثمرين، أن تلتزم بقواعد السلوك الأخلاقي في العمل. وثمة عنصر حاسم إلى حد بعيد وهو تطبيق المعايير المحاسبية الدولية. وقد صدم المستثمرون العالميون من توالي الفضائح المحاسبية على مدى العقد الماضي حتى في البورصات المتقدمة؛ وأصبحوا أكثر حذراً من مزاعم الشركات وأكثر وعياً للحيل المحاسبية وعدم دقة المعلومات المالية. وستكون الشركات التي تطبق الممارسات المحاسبية الدولية السليمة وتفصح عن جميع المعلومات المالية اللازمة إفصاحاً كاملاً في أفضل وضع لاجتذاب الاستثمارات. وهذا صحيح بصرف النظر عن متطلبات الإفصاح من قبل أسواق الأوراق المالية أو الوكالات التنظيمية. وتمثل الممارسات المحاسبية المقبولة دولياً أحد متطلبات مزاوله الأعمال التجارية في الاقتصاد المعولم في القرن الحادي والعشرين. ولدى المستثمرون العرب المجرّبون "قاعدة كبيرة من الأصول تدار في أسواق مختلفة ..... وتشير التقديرات إلى أن زهاء ٨٠٠ مليار دولار من الأموال الخاصة تستثمر في الأسواق الغربية"<sup>(١٤٩)</sup>. وفي معرض الاختيار بين الاستثمار في سوق أوراق مالية متقدمة أو سوق عربية ناشئة للأوراق المالية، يجب أن تتوفر للمستثمر العربي معلومات موثوقة بها عن قيمة الشركات المدرجة وقدرتها على تحقيق الأرباح. وهنا تصبح المسألة هي مدى الثقة في دقة البيانات المالية للشركات. ذلك أنه يمكن للشركات "طبخ البيانات" حتى إذا كانت ملزمة باتباع القواعد المحاسبية الدولية. وظهر تحليل لكل شركة من الشركات المدرجة في مؤشر ستاندارد أند بورز (S&P 500) على مدى الأحد عشر عاماً الماضية أن الأرباح الفعلية للشركات كانت أقل بنسبة ١٨ في المائة تقريباً من الأرباح المبلغة للمساهمين عندما أجريت تسويات لممارسات محاسبية مشكوك فيها تتصل برسوم خاصة وتقديم ومنح لخيارات من الأوراق المالية وأسس احتساب المعاشات التقاعدية<sup>(١٥٠)</sup>. ويخاطر المستثمرون بشراء الأسهم عندما يتوقعون أن تكون الأرباح أعلى من أرباح السندات أو الحسابات المصرفية. وبعض المستثمرين يدرسون بأنفسهم الأوضاع لمعرفة المخاطر المرتبطة بالاشتراك في أسواق الأسهم، ولكن يتعين على مديري الشركات الخاصة القيام بدورهم، بتوفير الإفصاح الكامل عن المعلومات الدقيقة. وينبغي أن تعتمد الشركات العربية، من أجل اجتذاب المستثمرين المطلعين، إلى توفير نفس النوعية والكمية من المعلومات المالية التي تقدمها الشركات المدرجة في البورصات المنافسة في شتى أنحاء العالم.

ويمثل إنجاز واستمرار الشفافية المالية للشركات تحدياً هاماً في الجهود التي تستهدف تحقيق تطوير وربط الأسواق العربية للأوراق المالية. "وفي الأسواق الناشئة بصفة عامة، والأسواق العربية بصفة خاصة، فإن المتطلبات المتعلقة بضرورة توفير المعلومات المالية ليست ذات شأن وكثير من الشركات هي شركات صغيرة. وهذا يترك المستثمرين بدون قدر كاف من المعلومات، مما قد يؤدي إلى قرارات استثمار غير مناسبة أو غير مدروسة"<sup>(١٥١)</sup>. وحسبما شدّد عليه من قبل، فإنه ينبغي للشركات المدرجة في أسواق

(١٤٩) .Clare Woodcraft, loc. cit.

(١٥٠) Gretchen Morgenson, "Quality of earnings: bubble lives on", *The International Herald Tribune* (14 July 2003), p. 10.

(١٥١) .Kamal Naser, op. cit., pp. 4-5

المنطقة أو الطالبة للإدراج فيها أن توفر المعلومات العالية النوعية والشاملة والمناسبة اللازمة للمستثمرين، بتوفير إمكانية وصول كاملة وعادلة للتقارير المالية وغير ذلك من البيانات والتحليلات ذات الصلة، من المفضل أن يكون ذلك من خلال المواقع الإلكترونية على الإنترنت. ويجب أن تكون الشركات مستعدة لبذل جهود أكبر من مجرد تنفيذ الالتزامات القانونية القليلة في هذا الشأن إذا اقتضت الضرورة ذلك. وعلى سبيل المثال، تطلب سوق البحرين للأوراق المالية من الشركات تقديم تقارير مالية كل ستة شهور وبورصة بيروت كل ثلاثة شهور، ولكن من واجب إدارة الشركات أن تقدم تقارير مالية بقدر ما يحتاجه المستثمرون من المعلومات لاتخاذ قرارات استثمار سليمة. ونفيد المواقع الإلكترونية للشركات إلى حد بعيد في توفير إمكانية وصول مفتوحة ومباشرة إلى التقارير المالية؛ وإذا لم تتوفر المعلومات المالية اللازمة، سيأخذ المستثمرون أموالهم إلى أماكن أخرى.

والمصادر التقليدية لتمويل الشركات العربية الصغيرة والمتوسطة هي مؤسسات الإقراض (وهو خيار أبهظ كلفة من التمويل بالأسهم) والأصول الأسرية الملكية (التي قد تحد من نمو الشركة). والحالة مماثلة في مناطق أخرى: "في معظم البلدان النامية، تستخدم المصارف كمصادر رئيسية للتمويل"<sup>(١٥٢)</sup>. غير أن كثيراً من البلدان العربية تتبع مبادئ الشريعة الإسلامية، التي تحرم التعامل بالفائدة وتشجع مبادئ المشاركة في الربح والخسارة... ويتقيد التعامل في الأسهم بالروح الإسلامية"<sup>(١٥٣)</sup>. وينبغي لشركات القطاع الخاص في المنطقة أن تؤقلم نفسها على التعامل مع أكثر المصادر فعالية من حيث الكلفة لرأس المال المتاح لتنمية الأعمال التجارية، بالنظر إلى أن كلفة الحصول على رأس المال تؤثر على القدرة التنافسية للشركات العاملة في السوق العالمية. وأعلن مصرف عربي في الآونة الأخيرة أنه وقع اتفاق قرض مدته سبع سنوات مع شركة أسمنت مقداره ٨ ملايين دولار تقريباً لتمويل محل قرض بفائدة أعلى؛ غير أن التمويل بالأسهم قد يكون بديلاً أقل كلفة"<sup>(١٥٤)</sup>. وتواجه الشركات العربية التي تقتصر على التمويل المصرفي تكاليف رأسمالية أعلى مما تتحمله الشركات التي تتوافر لها إمكانية الوصول إلى موارد سهمية. وحققت الشركات العربية المشتركة في أسواق الأسهم نجاحاً في اجتذاب رأس المال الإقليمي من خلال إدراج الأسهم للتداول العام. غير أن كثيراً من الشركات العربية الواعدة أكثر من غيرها لا تزال بعيدة عن متناول المستثمرين بسبب افتقار مالكي الشركة أو مديريها إلى المعرفة أو الرغبة في أن تصبح شركة عامة. ومن ثم يمكن أن يؤثر هذا على العمالة في المنطقة. "وتساعد البورصات في النهوض بالعمالة عن طريق توفير التمويل للأعمال التجارية الصغيرة"، وفي المنطقة العربية، "أثبتت الأعمال التجارية الصغيرة أنها تخلق فرص عمل أكثر وتحقق ابتكارات أكثر وإيرادات ضريبية أكثر بالنسبة إلى الاستثمار مما تحققه الشركات الكبيرة"<sup>(١٥٥)</sup>. وينبغي أن يتعرف مديرو الشركات العربية على شتى مصادر رأس المال واستخدامها، وعلى منافع وأخطار الإدراج العام ومتطلبات المشاركة في أسواق الأوراق المالية في المنطقة. ويمثل الإصدار الأولي للجمهور طريقة لحصول الشركات على رأس المال "شأنها في ذلك شأن ما تفعله في الحصول على قرض مصرفي ولكن بدون أن يتعين عليها دفع فوائد شهرية"<sup>(١٥٦)</sup>. وثمة اختلاف كبير هو أن رأس المال السهمي متاح لفترة زمنية غير محدودة، على خلاف رأس المال المدين، ومن ثم يزيد من مرونة الشركة في اتخاذ القرارات المالية. وقد يخشى مالكو الشركات الخاصة في المنطقة العربية من أن عرض الأسهم للتداول العام

.Ibid., p. 4 (١٥٢)

.Ibid., p. 3 (١٥٣)

Oman Observer. "\$7.8 million OAD loan for Cement Co.". Business News (24 August 2003) (١٥٤)  
(<http://www.omanobserver.com>).

.Kamal Naser, op. cit., p. 3 (١٥٥)

Arab Financial Markets Network, "Learning about IPOs" (<http://www.alshabaca.com/mefn/education>), accessed on (١٥٦)  
6 May 2003.



سيسلب منهم السيطرة على أعمالهم التجارية، أو قد يشعرون بعدم الارتياح لمتطلبات الإفصاح المالي. غير أن اختيار عدم المشاركة في أسواق الأسهم يضيع على مالكي هذه الشركات فرص توسيع أعمالهم التجارية وزيادة قدرتهم التنافسية الدولية، وتحسين هياكلهم المالية عن طريق توسيع قاعدة الأسهم في شركاتهم<sup>(١٥٧)</sup>. كما أن الشركات المدرجة للتداول العام تستفيد من هذا الإدراج بتحسين صورتها أمام الرأي العام وتصبح أكثر اجتذاباً للموظفين والمديرين الرفيعي المستوى. وبالنظر إلى ضرورة أن تستوفي هذه الشركات متطلبات الإدراج والإفصاح فإن ثقة المستثمرين والمستهلكين تزداد فيها. والإدراج للتداول العام هو شكل من أشكال الإعلان المجاني عن الشركة. وتشمل الفوائد التي تجنيها الشركات العربية من زيادة المشاركة في أسواق المال ما يلي: (أ) زيادة فعالية الأداء في أسواق المال؛ (ب) زيادة كفاءة استخدام رأس المال الإقليمي؛ (ج) تنمية القطاع الخاص والعمالة؛ وزيادة وعي المستهلكين بالمنتجات المنتجة إقليمياً.

وتستأثر الأعمال التجارية الأسرية الملكية بما يتراوح بين ٤٥ في المائة و ٧٠ في المائة من الناتج القومي الإجمالي العالمي والعمالة على السواء<sup>(١٥٨)</sup>. وأدت التنمية السريعة للاقتصادات العربية المرتبطة باكتشاف واستغلال الموارد النفطية في القرن الماضي إلى ظهور عدد كبير من الشركات الأسرية الملكية الناجحة. ويمثل انتشار الأعمال التجارية الأسرية الملكية في البلدان العربية تحدياً أمام تطوير وربط أسواق الأوراق المالية في المنطقة، بالنظر إلى أن هذه الأنواع من الأعمال التجارية تنزع إلى مقاومة الإدراج العام. وحسبما بينته دراسة أجراها مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، "أنه لا يمكن إلا بصعوبة إقناع الشركات الأسرية في [الشرق الأوسط وشمال أفريقيا] بأن تصبح شركات عامة، وبدرجة أقل كثيراً إقناعها بتقديم أشكال الإفصاح الأكمل التي يطلبها المستثمرون الدوليون"<sup>(١٥٩)</sup>. وأظهر البحث فيما يتعلق بالأعمال التجارية الأسرية الملكية بصفة عامة أنه "لا يستمر سوى ٣ في المائة منها حتى نهاية الجيل الثالث"<sup>(١٦٠)</sup>. وفي المنطقة العربية، يكفل كبر حجم الأسر التقليدية وجود عدد كبير من أبناء الجيل الثالث القادرين على إدارة الأعمال التجارية الموروثة بكفاءة. ويمكن لهذه الشركات الهامة، عن طريق الإدراج العام أن تستمر إلى ما بعد الجيل الثالث وأن تواصل توفير الأرباح للأبناء المساهمين. وتحد نزعة الأعمال التجارية العربية الأسرية الملكية إلى تحاشي أسواق الأسهم من خياراتها لاحتياز الأموال، وبخاصة رأس المال الطويل الأجل، ومن ثم تقل إمكانات نموها وزيادة قدرتها التنافسية الدولية. ومن شأن الإدراج العام أن يوفر إمكانية الوصول إلى التمويل اللازم للتحديث والتوسع، مما يتيح لهذه الشركات أن تبقى منافسة وقادرة على تلبية طلبات الأسواق الإقليمية والدولية المتنامية. ويمكن للمستثمرين الإقليميين الاستفادة مالياً من المشاركة في هذه الشركات الناجحة. وينبغي توفير برامج تثقيف وتقديم أمثلة للشركات الأسرية المزدهرة المشاركة في أسواق الأوراق المالية لتغيير الاتجاه السلبي لأعمال التجارية العربية الأسرية الملكية إزاء التمويل بالأسهم.

ويواجه المستثمرون العرب تحديات في أسواق الأوراق المالية في المنطقة. وحسبما سلف ذكره، فإن محدودية توافر فرص الاستثمار في المنطقة تؤدي إلى أن يلهث رأس المال العربي الأكثر مما ينبغي وراء الشركات العامة الإدراج الأقل مما ينبغي. وعادة ما يزيد الاكتتاب في الإصدارات الأولية للجمهور عن المطلوب حيث يقفز المستثمرون على أي فرصة لتشغيل أموالهم الفائضة عن طريق الاستفادة من

Stock Exchange of Thailand, "How the market operates" (<http://www.set.or.th/en/about/how/how.html>), accessed (١٥٧) on 1 August 2003; and Deutsche Boerse Group, "Going public overview" (<http://deutsche-boerse.com>), accessed on 1 August 2003.

World Economic Forum, "Family businesses: entrepreneurial management from one generation to the next", (١٥٨) summary of World Economic Forum Annual Meeting, 1 February 1999 (<http://www.wef.org>).

.Clement M. Henry, op. cit., p. 8 (١٥٩)

.World Economic Forum, "Family businesses: entrepreneurial management from one generation to the next"... (١٦٠)

الصكوك المحدودة المتاحة أمامهم. ويسهم انتشار صناديق المعاشات التقاعدية الكبيرة والجهات الحكومية المستثمرة في المنطقة في انخفاض أحجام التداول ونقص سيولة الأسهم. وهناك دلالة إحصائية على أن ظاهرة الحيازة الطويلة للأوراق المالية موجودة في معظم الأسواق العربية للأوراق المالية. وتوجد هذه الظاهرة التي لا تتخذ فيها حركات أسعار الأوراق المالية اتجاهها عشوائياً، في الأسواق النامية للأوراق المالية التي تتصف "بضعف حجم التداول وشيوع المستثمرين الفرديين، وهو ما يعزى إلى الافتقار إلى ثقافة التعامل في الأسهم"<sup>(١٦١)</sup>. ويوصي الخبراء من أسواق الأوراق المالية ومجموعات الاستثمار والوكالات التنظيمية في المنطقة بتوسيع قاعدة الصكوك المالية المعروضة في هذه الأسواق لخدمة احتياجات المنطقة المتنوعة من رأس المال، بالنظر إلى أن "الأسواق الدولية المنافسة توفر طائفة متزايدة الاتساع من المنتجات الاستثمارية مثل الاستثمارات البديلة وهياكل الحقوق الخاصة"<sup>(١٦٢)</sup>. ومن شأن زيادة تنوع الصكوك في الأسواق العربية للأوراق المالية أن يحسن من قدرتها في التنافس على رأس المال العالمي واجتذاب رأس المال العربي المستثمر في الخارج.

## ٢- التحديات والفرص التي تواجه القطاع العام

إن الحيازة الطويلة للأوراق المالية يمكن أن تنتج لا عن نقص شفافية الشركات وعدم الإفصاح عن المعلومات المالية على الوجه الكافي فحسب ولكن تنتج أيضاً عن أوجه الضعف التنظيمية والقيود المفروضة على المستثمرين الأجانب. وتمثل بورصة عمان استثناء في المنطقة العربية، حيث أظهرت قصر فترة الحيازة لأسباب منها في المقام الأول الإصلاحات المالية في تسعينيات القرن الماضي التي فتحت سوق الأوراق المالية أمام المستثمرين الأجانب ووفرت ضمانات للاستثمارات وحسنت الشفافية وطبقت المعايير الدولية للإفصاح المالي<sup>(١٦٣)</sup>. وللقطاع العام دور هام يتعين أن يقوم به في التصدي للتحديات التي تواجهه في تطوير وربط الأسواق العربية للأوراق المالية؛ وينبغي أن يولي اهتمام في سياق الإصلاحات المالية الجارية إلى ما يلي: (أ) ضرورة حسن إدارة الشركات والإفصاح المالي والالتزام الشركات المدرجة بالمعايير المحاسبية الأولية؛ (ب) تحسين شفافية اللوائح الحكومية؛ (ج) ضمان المعاملة المنصفة للشركات سواء المحلية أو الأجنبية الملكية، متشياً مع الاتفاقات الدولية والثنائية؛ (د) القضاء على الفساد المرتبط بعدم المساهلة في الشركات المملوكة للدولة أو بالمحسوبية. وقد وقعت الحكومات العربية عدداً من الاتفاقات التجارية الثنائية والمتعددة الأطراف التي تتطلب خفض أو إلغاء طائفة واسعة من رسوم الواردات؛ وبالتالي يتطلب الأمر مصادر بديلة للإيرادات. ويمكن أن توفر ضرائب الشركات وضرائب الدخل إيرادات حكومية مشروعة ولكنها تتطلب وجود قطاع خاص منظم قوي. وفي معظم البلدان العربية تجري نسبة عالية من نشاط السوق خارج القطاع الرسمي. وينبغي إجراء إصلاحات لعلاج نقص الشفافية في اللوائح والممارسات التجارية التمييزية إذا أريد للقطاع الخاص الرسمي أن يزدهر ووضع الاقتصادات العربية على مسار النمو الاقتصادي والتنمية والازدهار.

ويمكن للحكومات العربية أن تستفيد من أسواق الأوراق المالية في المنطقة في جهودها لخصخصة الشركات الحكومية. ومن شأن السماح لهذه الأسواق الناشئة بأن تستعمل كقنوات لبيع الشركات الحكومية أن يفيد بصورة فورية الميزانية العامة وأن يزيد من عمق السوق. وتؤكد مقالة نشرت في مجلة "Middle East Economic Survey" أن "خصخصة وإدراج المرافق العامة والصناعات الرئيسية تساعد على تحسين عمق

(١٦١) Imed Limam, op. cit., p. 16

(١٦٢) Clare Woodcraft, loc. cit., p. B1

(١٦٣) Imed Limam, op. cit., p. 16

السوق والسيولة بها<sup>(١٦٤)</sup>. ويمكن استخدام السوق المالية في خصخصة الشركات الحكومية بغية "التغلب على المقاومة السياسية لإصلاحات السوق ..... بالنظر إلى أنها توسع قاعدة الملكية"<sup>(١٦٥)</sup>. ويمكن أن يقاوم العمال في هذه الشركات الخصخصة بسبب الاستغناء عن الموظفين الزائدين عن الحاجة الذي يحدث عندما تحول الشركات الحكومية التي لا تتصف بالكفاءة إلى شركات خاصة تسعى إلى تحقيق الربح<sup>(١٦٦)</sup>، ولكن استخدام السوق المالية في تيسير هذا التحول يمكن أن يفيد العمال إذا حصلوا على نسب من الأوراق المالية المصدرة من الشركات الجديدة المدرجة للتداول العام. كما تقوى جهود ربط أسواق الأوراق المالية إذا عرضت الإصدارات الأولية لهذه الشركات في أكثر من بورصة واحدة في المنطقة<sup>(١٦٧)</sup>.

ويتطلب وضع إطار متين لتطوير الأسواق المالية "تشريعات للحد من أوجه عدم التيقن التنظيمي والقانوني وزيادة حماية المستثمرين وإزالة القيود على الملكية الأجنبية والدخول التنافسي والحد من التمييز المحابي تاريخياً لإقراض القطاع العام؛ والاختبار الحقيقي هنا هو الإنفاذ السليم لهذه القواعد"<sup>(١٦٨)</sup>. ويجب على الأسواق المالية في المنطقة أن تضمن، من أجل اجتذاب المستثمرين أن تضاهي شفافية بنيتها التحتية القانونية مثيلتها في الأسواق المالية العالمية: "ذلك أن رأس المال يتجه دائماً إلى حيث تكون قواعد اللعبة واضحة تماماً"<sup>(١٦٩)</sup>. وتمثل ثقة المستثمرين في نزاهة وعدالة الأسواق المالية في المنطقة عنصراً هاماً في النهوض بتطوير الأسواق ونموها. وتقع مهمة بناء الثقة في أسواق رأس المال في المنطقة على عاتق الشركات العربية (من خلال الإفصاح المالي) وكذلك الهيئات الحكومية وغيرها من الوكالات المسؤولة عن تنظيم السوق. وتضمن التشريعات التي تحمي المستثمرين ثقة المستثمر في سوق الأوراق المالية. وعمدت حكومتا الأردن والكويت في الآونة الأخيرة إلى وضع ضمانات لحماية حقوق المستثمرين المحليين والأجانب على السواء، وتحسين مناخ الاستثمار. ويجب الاضطلاع بإصلاحات تكفل إقامة إطار قانوني سليم للأسواق العربية للأوراق المالية<sup>(١٧٠)</sup>؛ ويمثل هذا أهمية عاجلة، بالنظر إلى أن الثقة في النظام القانوني عامل حاسم في اجتذاب المستثمرين. وأظهرت البحوث أن "البلدان التي تطبق نظام القانون العام تعامل المستثمرين معاملة حسنة، ويتوفر لشركاتها الوقت الكافي لجمع رأس المال"<sup>(١٧١)</sup>. ويعوق الفساد والافتقار إلى إنفاذ القوانين تطوير الأسواق. كما أن "استغلال المعلومات الداخلية تمثل مشكلة يمكن أن تمنع البورصات من إنجاز أهدافها ... وتتيح هذه الممارسة لقلّة من المستثمرين تحقيق مكاسب منتظمة باستخدام المعلومات التي أتاحت لهم، على حساب الآخرين"<sup>(١٧٢)</sup>. ومن شأن تحديث الأطر القانونية وإنفاذ القوانين والأنظمة الموجودة أن يحسن ثقة المستثمر في الأسواق المالية والعربية.

---

.Clare Woodcraft, loc. cit., p. B2 (١٦٤)

Enrico Perotti and Luc Laeven, "Confidence building in emerging stock markets", working paper (Washington, D.C., World Bank, March 2002), p. 38. (١٦٥)

.Khalid Dalal, "Union expresses fears over privatization of JPMC, APC", *The Jordan Times* (24 August 2003) (١٦٦)

A.E. James, "Al Maha Petro divestment plan gains momentum", *Oman Observer*, Business News (24 August 2003). (١٦٧)

.Enrico Perotti and Luc Laeven, op. cit., p. 37 (١٦٨)

.Clare Woodcraft, loc. cit. (١٦٩)

.Ibid., p. B3 (١٧٠)

."The law of the market", *The Economist*, Finance and Economics Section (19 April 1997), p. 89 (١٧١)

.Kamal Naser, op. cit., p. 5 (١٧٢)

والأسواق المالية السليمة هي إلى حد كبير ناتج الإدارة الفعالة على المستوى الاقتصادي الكلي. ذلك أن استقرار سعر القطع الأجنبي يقلل مستوى أخطار القطع الأجنبي بالنسبة للمستثمرين الأجانب، وهو مكون أساسي لاجتذاب استثمارات المحافظ المالية<sup>(١٧٣)</sup>. وأثر عدم التيقن من قيمة الجنيه المصري مستقبلاً بصورة سلبية على الاستثمار الأجنبي في بورصتي القاهرة والإسكندرية قبل اعتماد نظام التعويم الحر في نهاية كانون الثاني/يناير ٢٠٠٣. وفي نطاق النظام الجديد، واجه المستثمرون الأجانب مخاطر متعلقة بسعر القطع عندما كانت العملة المحلية تجاهد للوصول إلى مستواها وفي النهاية فقدت ٣٠ في المائة من قيمتها النسبية مقابل دولار الولايات المتحدة<sup>(١٧٤)</sup>. وسيدعم الاتحاد النقدي بين دول مجلس التعاون الخليجي جهود ربط الأسواق، حيث ستعلن أسعار الأسهم في الأسواق السبعة للأوراق المالية في المنطقة بعملية موحدة. وستتمكن الشركات من إدراج الأسهم في أي سوق من أسواق المجلس، ومن هنا سيخفف عامل خطر من الأخطار التي تواجه المستثمرين. وتجعل أسعار الفائدة المرتفعة على الصكوك المالية البديلة مثل السندات وأذون الخزانة أسواق الأسهم أقل جاذبية بالنسبة للمستثمرين. ويرى كاتب في معرض تقييم بعض التحديات التي واجهتها لبنان بعد أن أعادت فتح بورصتها في عام ١٩٩٦ أن "أحد العيوب الأساسية التي أعاقَت نجاح السوق هو أن أسعار الفائدة على الودائع وأذون الخزانة كانت عالية ..... ولا غنى عن خفض أسعار الفائدة القصيرة الأجل إلى ١٠ في المائة كحد أقصى قبل أن يصبح المستثمرون مهتمين بسوق الأسهم"<sup>(١٧٥)</sup>. وتشير الأحداث القريبة العهد إلى أن جهود الحكومة لخفض أسعار الفائدة من خلال جولة نادي باريس الثانية (Paris II)<sup>(١٧٦)</sup> كان لها أثر إيجابي على بورصة بيروت، إذ حفزت بعض المستثمرين على شراء المزيد من الأوراق المالية المحلية<sup>(١٧٧)</sup>.

ويؤدي التحرير المالي إلى خفض تكاليف رأس المال المحلي وارتفاع مستوى الاستثمار. غير أن بعض البلدان الأعضاء في الإسكوا تواصل تقيد الاستثمار الأجنبي في قطاعات رئيسية من الاقتصاد أو تحد نسبة مئوية لملكية المستثمرين المحليين. وتحد هذه القيود من المشاركة في الأسواق العربية للأوراق المالية بخفض عدد المستثمرين. ويرتبط انخفاض حجم التداول وقلة السيولة، إلى حد ما، بالقيود الموضوعة على المستثمرين الأجانب؛ وتشتأثر صناديق المعاشات التقاعدية غير الفعالة بأكثر نسبة من الاستثمار العربي في الأسواق الإقليمية للأوراق المالية<sup>(١٧٨)</sup>. وهناك عدد من الأسباب التي تفسر الأهمية البالغة للمستثمرين الأجانب فيما يتعلق بتطوير أسواق المال في المنطقة. وأظهرت البحوث أن "تحرير الأسواق المالية يرتبط بارتفاع النمو الحقيقي، في حدود واحد في المائة سنوياً"<sup>(١٧٩)</sup>. ويمكن القول بأن الصلة بين التحرير المالي وتعزيز النمو يمثل "آلية سيولة/كفاءة"<sup>(١٨٠)</sup>. وحسبما سلف ذكره، فإن الأسواق العربية الناشئة للأوراق المالية تعاني من نقص في السيولة وعجز في المعلومات. ومن أجل تحسين السيولة وكفاءة الأسواق وتعزيز

---

(١٧٣) Clement M. Henry, op. cit., p. 7.

(١٧٤) Jordan Investment Trust Plc. (Jordinvest), "Weekly analysis: Will Arab stock markets maintain their upward trend in the second half of the year?", *Weekly Review & Analysis*, vol. III, No. 23 (6 July 2003).

(١٧٥) *Lebanon Opportunities*. "Stuck Market", ....., pp. 98-101.

(١٧٦) The "Paris II" summit of international donors was held in late November 2002.

(١٧٧) Osama Habib, "Stock exchange yet to hit a real high", *The Daily Star* (Beirut) (<http://www.dailystar.com.lb/business>), accessed on 13 August 2003.

(١٧٨) Clare Woodcraft, loc. cit., p. B3.

(١٧٩) Geert Bekaert, Campbell Harvey and Christian Lundblad, "Emerging equity markets and economic development", NBER Working Paper Series, No. 7763 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, June 2000), p. 19.

(١٨٠) Ibid.

النمو الإقليمي، فإنه ينبغي للحكومات أن تعيد النظر في سياساتها بشأن ملكية الأجانب للشركات المدرجة للتداول العام في سياق جهودها للتحرير المالي. وهناك بعض البورصات العربية، بما في ذلك بورصة عمان وبورصتي القاهرة والإسكندرية توفر بالفعل للمستثمرين الأجانب إمكانية وصول كاملة، على حين توجد أسواق أخرى في مرحلة التحرير. وتتحرك دول مجلس التعاون الخليجي صوب زيادة فتح الأسواق أمام المستثمرين من بلدان المجلس الأخرى، واتخذت خطوات لإقامة سوق مالية موحدة للمجلس<sup>(١٨١)</sup>. وينبغي أن تؤدي سياسات التحرير هذه إلى زيادة تدفقات الاستثمار في منطقة الخليج؛ غير أنه سيظل المستثمرون العرب الآخرون يواجهون نفس القيود المطبقة على المستثمرين غير العرب في دول مجلس التعاون الخليجي. وينبغي أن تواصل الحكومات جهودها لفتح أسواقها المالية، بالنظر إلى أن تحرير الاستثمار الأجنبي في الأسواق العربية للأوراق المالية سوف "يزيد الجودة ويحسن التسعير و..... توافر المنتجات والخدمات"<sup>(١٨٢)</sup>.

وتفضل البلدان النامية بصفة عامة الاستثمارات الأجنبية التي تدخل الخبرة والتكنولوجيا اللازمة لتحقيق أهداف التنمية الوطنية، وتتخذ في كثير من الأحيان خطوات لضمان أن تبقى ملكية الشركات التي يتم تحديثها، من خلال هذا الاستثمار، في أيدي المواطنين. ويستدعي عدد من البلدان العربية ذات الفائض في رأس المال المستثمرين الأجانب لا لأنها تفتقر إلى الأموال ولكن لأنها ترغب في الاستفادة من خبرة الشركات الدولية المتمرسية. ومن المؤسف أن هذه الاقتصادات ذات الفائض في رأس المال تواصل تقييد الاستثمار الأجنبي. وتحدد الإمارات العربية المتحدة وعمان والمملكة العربية السعودية الملكية الأجنبية لمعظم الشركات المحلية بنسبة ٤٩ في المائة كحد أقصى. وفي الكويت، ينص القانون رقم ٨ لسنة ٢٠٠١ على أن "يحدد مجلس الوزراء الأنشطة والمشاريع الاقتصادية التي يسمح فيها للمستثمرين الأجانب بالعمل... وفقا للسياسة العامة للدولة وخطط التنمية الاقتصادية التي سبق إقرارها"<sup>(١٨٣)</sup>. وفي كثير من الحالات، تقترن مشاركة رأس المال الأجنبي بخبرات المستثمر التي يمكن الاستفادة منها في تحسين ممارسات الإدارة الإقليمية، حيث يمكن أن يكون لدى المستثمرين الأجانب "مهارات ومعلومات أفضل تمكنهم من مراقبة الإدارة بطرق ليست في إمكان المستثمرين المحليين"<sup>(١٨٤)</sup>. وهناك مثال ممتاز على هذا هو استثمار رأس المال المخاطر به، الذي تحصل من خلاله شركة دولية متمرسية على حصة أغلبية في شركة صغيرة تعتقد أنها لم تصل إلى تحقيق كامل إمكاناتها، ثم تستخدم خبرتها التقنية في تحسين العمليات وتحديث الشركة. وعندما يكتمل التحسين وترتفع قيمة الشركة بما فيه الكفاية، يبيع هؤلاء المستثمرون حصة الأغلبية التي كانت لهم ويتركون الشركة. وهذا النوع من رأس المال خيار جذاب بصفة خاصة للقطاعات المالية الحساسة في البلدان النامية، بالنظر إلى أن هذا النوع من المستثمرين يرغبون في البيع بعد أن تصبح الصناعة ناجحة وقيمة الأسهم التي يملكونها مرتفعة، مما يتفق مع رغبة حكومات البلدان النامية في الاحتفاظ بالملكية المحلية للشركات الناجحة.

وينبغي أن تتواصل برامج توفير مواد التثقيف وحلقات التدارس بشأن الاستفادة من أسواق الأسهم. وبتوفير معلومات شاملة عن مختلف مصادر وخيارات التمويل، ستصبح الشركات العربية أكثر استعدادا لاتخاذ قرارات تؤدي إلى الاستخدام الكفء للتمويل الرأسمالي عن طريق الاقتراض أو الأسهم. وتوفر

(١٨١) Hemu Gorde, "Call for 'unified' AGCC market to woo investors", *Khaleej Times* (5 February 2003).

(١٨٢) Nicola Fuchs-Schündeln and Norbert Funke, "Stock market liberalizations: financial and macroeconomic implications", IMF Working Paper, No. WP/01/193 (Washington, D.C., International Monetary Fund, December 2001), p. 5.

(١٨٣) Kuwait, Ministry of Finance, "Law No. 8 of 2001 regulating direct foreign capital investment in the State of Kuwait", chapter 1, article 2 (<http://www.mof.gov.kw/lawno82001.doc>).

(١٨٤) Graciela Kaminsky and Sergio Schmukler, op. cit., p. 26.

البحرين حلقات تدارس للأعمال التجارية المحلية الأسرية الملكية، على وجه التحديد، تدعو إليها متحدثون من الإمارات العربية المتحدة والكويت والمملكة العربية السعودية لعرض تجاربهم الناجحة في إدراج شركاتهم الأسرية الملكية في أسواق الأوراق المالية. وينبغي أن يولي تثقيف الشركات العربية وبخاصة التي لا تزال في أيدي الأسر - بشأن استثمارات رأس المال السهمي أولوية عالية من قبل أسواق الأوراق المالية والوكالات التنظيمية الحكومية في المنطقة. وتوفر الشبكة العربية للأسواق المالية مواد تثقيفية عن الإصدارات الأولية للجمهور من خلال موقعها الإلكتروني<sup>(١٨٥)</sup>. ولا غنى عن مواصلة هذه الجهود إذا أريد لمنظمي المشاريع الإقليمية تحقيق أقصى فائدة من أسواق الأسهم في المنطقة.

وستيسر مشاركة النساء العربيات في الأسواق المالية كمنظمات مشاريع ومستثمرات فتح مورد إنمائي غير مستغل إلى حد كبير. "ولا تزال النساء يمثلن أقلية بين المديرين في العالم العربي ولا يشغلن تقريبا مناصب عليا في الشركات"<sup>(١٨٦)</sup>. وسيتيح تمكين النساء من خلال حملات التوعية لهذه الشريحة من السكان أن تساهم على وجه أكمل في تنمية وتنويع الاقتصادات العربية. وينبغي أن يكون التدريب برعاية رابطات المرأة ومن خلال وسائل الإعلام وأسواق الأوراق المالية في المنطقة والوكالات التنظيمية ويمكن أن يركز على مواضيع من قبيل كيفية التمويل بالأسهم للمشاريع الصغيرة والمتوسطة وعرض الإصدارات الأولية للجمهور وإدارة محافظ الاستثمار. وتضطلع سوق الكويت للأوراق المالية بجهود نشطة في اجتذاب النساء إلى سوق الأوراق المالية وفتحت لهن مقصورة تداول مستقلة، جميع من يعمل بها من الإناث<sup>(١٨٧)</sup>. ويمكن للنساء المستثمرات أن يستخدمن هذه القناة أو أن يوصلن طلباتهن عبر الهاتف بدون التخلي عن تقاليدهن الثقافية. وتعمل وسيطات في مقصورة التداول الرئيسية أيضا. ولا توجد قيود في السوق على أساس الجنس للعمل في مجالات الوساطة أو الاستثمار أو ملكية الشركات المدرجة للتداول العام. وتعمل النساء أيضا في البورصة المصرية؛ وقد سمح لأول امرأة بالعمل في مقصورة التداول عام ١٩٩٢<sup>(١٨٨)</sup>. وتمثل المشاركة في أسواق الأوراق المالية في المنطقة آلية مفيدة "لتمكين" منظمات المشاريع ومالكات رأس المال. وبوسع سيدات الأعمال العربيات أن يقدمن مساهمة هامة في التنمية الاقتصادية للمنطقة، وتمثل أسواق الأوراق المالية قنوات هامة لهذا النشاط. ويمكن أن تستفيد المشاريع المملوكة للنساء من أسواق الأوراق المالية في المنطقة بالنظر إلى أنها تجد عادة صعوبة في الحصول على التمويل المصرفي. والتمويل بالأسهم مصدر ممتاز لرأس المال بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وبخاصة في ضوء تدني المساعدة الإنمائية الرسمية على المستوى العالمي الذي يجفف منابع التمويل الصغير للنساء.

### ٣- الاتفاقات الثنائية العربية ومنطقة التجارة الحرة العربية الكبرى وربط أسواق الأوراق المالية

تجددت المفاوضات المتعلقة بإنشاء منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى في عام ١٩٩٧. وتستهدف هذه المفاوضات إزالة الحواجز التعريفية وغير التعريفية أمام التجارة فيما بين بلدان المنطقة في المنتجات الصناعية على مدى فترة انتقالية لعشر سنوات، بدأت في كانون الثاني/يناير ١٩٩٨. ولا يشمل اتفاق إنشاء المنطقة الخدمات المالية أو أسواق المال، وعليه، فإنه لا يحتمل أن تؤثر التغيرات على الأسواق المالية

(١٨٥) Arab Financial Markets Network (<http://www.alshabaca.com/mefn/education>)

(١٨٦) Ali Al-Shamali and Kenneth Wild, "Customer information exchange, ethical frameworks and gender in the Arab business world", Occasional Paper No. 46 (Abu Dhabi, Emirates Center for Strategic Studies and Research, 2002), p. 11.

(١٨٧) [Arabicnews.com](http://Arabicnews.com), "Women are segregated in Kuwait bourse", Kuwait, Culture Section (30 January 2003)

(١٨٨) [Arabicnews.com](http://Arabicnews.com), "1,000 Egyptian women in the Egyptian stock market", Egypt, Business Section (20 May 1999)

أو ربط البورصات العربية بصورة مباشرة. غير أن تحرير التجارة فيما بين بلدان المنطقة يمكن أن يؤثر بصورة غير مباشرة على البورصات العربية وتدفقات الاستثمار فيما بين البلدان العربية وكذلك الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال حفز النمو الاقتصادي والتصنيع على المستوى الإقليمي. وسيؤدي تحرير التجارة فيما بين أعضاء منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى إلى خلق فرص لمنظمي المشاريع الإقليميين والمستثمرين الأجانب، وزيادة الحاجة إلى رأس المال لتمويل المشاريع العربية لخدمة الأسواق والصادرات الإقليمية المتنامية. وفي الآونة الأخيرة، أجرت عدة بلدان أعضاء في الإسكوا مفاوضات تجارية إقليمية وتتجه إلى دخول أسواق المستهلكين الضخمة للاتحاد الأوروبي وأمريكا الشمالية. وتتمتع المنطقة العربية بميزة نسبية في تكاليف العمل المنخفضة وتتمتع بموقع متوسط بين أسواق آسيا وأوروبا. ويتشكل تقاسم الإنتاج والتجمعات الصناعية على المستوى الإقليمي نتيجة تحرير التجارة العربية، مما يتيح حرية انتقال عوامل الإنتاج بين أعضاء منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى واستفادة الصناعات من وفورات الحجم. كما أن إتاحة إمكانية الوصول إلى سوق أمريكا الشمالية من خلال اتفاق التجارة الحرة بين الأردن والولايات المتحدة وإلى أسواق الاتحاد الأوروبي من خلال اتفاقات الشراكة الأوروبية المتوسطية سيحفز الطلب على رأس المال السهمي للتمويل من خلال أسواق الأوراق المالية في المنطقة. كما أن إمكانية الوصول الجديدة إلى الأسواق ستشجع الاستثمار الأجنبي الاستراتيجي في صناعات المنطقة من خلال الاحتيازات الأجنبية أو شراء الأسهم من بورصات المنطقة. ويتوقع أن يكون لزيادة النشاط الاقتصادي في البلدان العربية نتيجة تحرير التجارة الإقليمية أثر مباشر على حجم التداول وإجمالي القيمة السوقية للبورصات العربية. ويمكن أن يسهم تحرير القطاع المالي وربط أسواق الأوراق المالية بين البلدان العربية إسهاماً إيجابياً في النمو الذي تحركه الصادرات.

## باء- على المستوى الدولي

### ١- تحرير الخدمات المالية بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات (الغاتس) وربط أسواق الأوراق المالية على المستوى الإقليمي

يمثل الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات (الغاتس) الذي نجم عن جولة أوروغواي، أول جهد متعدد الأطراف لوضع قواعد ناظمة للتجارة في الخدمات، بما في ذلك الخدمات المالية وتوفير إطار للمفاوضات المتعددة الأطراف بشأن تحسين إمكانية الوصول إلى الأسواق لموردي الخدمات. وتعتمد جميع فروع النشاط الاقتصادي في الوقت الحالي على الوصول إلى الخدمات المالية. ذلك أن الخدمات المتنوعة للوساطة وإدارة المخاطر التي يوفرها النظام المالي هي التي جعلت تنمية الاقتصادات الحديثة ممكنة التحقيق. وتغطي أحكام "الغاتس" جميع أنواع الخدمات المالية، بما في ذلك الأعمال المصرفية والأوراق المالية والتأمين. ومن المهم ملاحظة أن "الغاتس" يجيز للأعضاء اتخاذ إجراءات حذرة لحماية المستثمرين وضمان سلامة واستقرار النظام المالي. كما يجيز استخدام القيود غير التمييزية المؤقتة على المدفوعات والتحويلات في حالة حدوث صعوبات خطيرة تتعلق بميزان المدفوعات والمشاكل المالية الخارجية.

#### (أ) "الغاتس" وكيفية تطبيقه على الخدمات المالية

يشمل "الغاتس" أول مجموعة من القواعد المتعددة الأطراف القابلة للإنفاذ قانونياً الناظمة للتجارة الدولية في الخدمات. ويغطي جميع قطاعات الخدمات وجميع أشكال التجارة في الخدمات. وهناك ثلاثة مكونات من الاتفاق ذات صلة مباشرة بالخدمات المالية. وأولها الالتزامات العامة في نطاق "الغاتس" والضوابط والأحكام الأخرى به، التي تنطبق على جميع أعضاء منظمة التجارة العالمية وعلى جميع قطاعات الخدمات؛ وتتصل هذه بقضايا المعاملة بموجب حكم الدولة الأكثر رعاية والشفافية وتسوية المنازعات. والثاني هو المرفقات "بالغاتس" بشأن الخدمات المالية التي عدلت فيها بعض الأحكام العامة "للغاتس"

والتعريف الواردة فيه لتظهر السمات الخاصة للخدمات المالية. وختاماً جداول الالتزامات المحددة لفرادى الأعضاء بشأن إتاحة إمكانية الوصول للأسواق والمعاملة الوطنية إلى الموردين الأجانب للخدمات المالية. وبالإضافة إلى ذلك، يتوفر لأعضاء منظمة التجارة العالمية خيار وضع جداول التزاماتهم عملاً "بالتفاهم بشأن الالتزامات في الخدمات المالية". وتوفر هذه الوثيقة، التي تشكل جزءاً من جداول الأعضاء الذين اعتمدها، قائمة التزامات معيارية تتعلق بتحرير الخدمات المالية.

وتعهدت أغلبية أعضاء منظمة التجارة العالمية بالتزامات بشأن الخدمات المالية. ويختلف نطاق هذه الالتزامات اختلافاً كبيراً من بلد إلى آخر. وبصفة عامة، امتثلت البلدان المتقدمة لمتطلبات "التفاهم" وأتاحت لموردي الخدمات المالية الأجانب إمكانية الوصول إلى أسواقها بشروط مماثلة إلى حد كبير للشروط الممنوحة للشركات المحلية. ولكن الحالة أقل تجانساً بين البلدان النامية<sup>(١٨٩)</sup>.

#### (ب) دور "الغائس" في تحرير الخدمات المالية

تفرض الحكومات عادة قيوداً تستهدف منع إنشاء جهات أجنبية لتوريد الخدمات في بلدانها أو التوريد الأجنبي للخدمات من خارج حدودها. والهدف الأساسي لجهود تحرير التجارة في نطاق "الغائس" هو خفض أو إزالة هذه التدابير. وثمة أمر أساسي في "الغائس"، حسبما هو مبين في المادة التاسعة عشرة منه<sup>(١٩٠)</sup>. هو مبدأ التحرير التدريجي، يمكن تحقيقه من خلال جولات مفاوضات متتابعة. والهدف من التحرير التدريجي هو خفض أو إزالة الآثار السلبية للتدابير الحكومية على التجارة في الخدمات لضمان زيادة إمكانية الوصول إلى الأسواق والمعاملة الوطنية. ويتعين أن تتم عملية التحرير بهدف النهوض بمصالح جميع المشاركين "على أساس المصلحة المشتركة وضمان توازن شامل بين الحقوق والالتزامات". وتتص المادة التاسعة عشرة على أنه "ينبغي الاضطلاع بعملية التحرير مع المراعاة الواجبة لأهداف السياسة الوطنية ومستوى التنمية لفرادى الأعضاء سواء على المستوى العام أو في فرادى القطاعات". وينبغي إعطاء المرونة المناسبة لفرادى البلدان النامية لفتح قطاعات أقل وتحرير أنواع أقل من المعاملات والتدرج في إتاحة إمكانية الوصول إلى الأسواق بما يتماشى مع حالة التنمية فيها.

Canada, Department of Finance, "Consultation paper for the World Trade Organization negotiations on financial services, June 2000" ([http://www.fin.gc.ca/toce/2000/wto2000\\_e.html](http://www.fin.gc.ca/toce/2000/wto2000_e.html)).

(١٩٠) تتص المادة التاسعة عشرة من الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات الواردة تحت العنوان "التفاوض بشأن الالتزامات المحددة على ما يلي: ١- تحقيقاً لأهداف هذا الاتفاق، يدخل الأعضاء في جولات تفاوض متتابعة تبدأ قبل مضي ما لا يتجاوز خمس سنوات من دخول اتفاق منظمة التجارة العالمية خير النفاذ ودورياً بعد ذلك بغية إنجاز مستوى أعلى من التحرير تدريجياً. وتوجه هذه المفاوضات لخفض أو إزالة الآثار السلبية للتدابير على التجارة في الخدمات، كوسيلة لتوفير إمكانية الوصول الفعلي إلى الأسواق. ويجب أن تجري هذه العملية بهدف النهوض بمصالح جميع المشاركين على أساس المنفعة المتبادلة وضمان توازن شامل بين الحقوق والواجبات؛ ٢- تجري هذه العملية مع الاحترام الواجب لأهداف السياسة الوطنية ومستوى التنمية لفرادى الأعضاء، في جميع القطاعات وفي كل قطاع بمفرده. ويكون لفرادى الأعضاء من البلدان النامية المرونة المناسبة لفتح قطاعات أقل وتحرير أنواع معاملات أقل، وتوسيع إمكانية الوصول إلى الأسواق تدريجياً بما يتماشى مع حالتها الإنمائية. وعند جعل إمكانية الوصول إلى أسواقها متاحة لموردي الخدمات الأجانب تربط إمكانية الوصول هذه بشروط تستهدف إنجاز الأهداف المشار إليها في المادة الرابعة؛ ٣- توضع لكل دولة، مبادئ توجيهية وإجراءات للتفاوض. ولأغراض وضع هذه المبادئ التوجيهية، يجري مجلس التجارة في الخدمات تقييماً للتجارة في الخدمات بصورة شاملة وعلى أساس قطاعي، بالرجوع إلى أهداف هذا الاتفاق، بما في ذلك الأهداف المبينة في الفقرة ١ من المادة الرابعة. وتضع المبادئ التوجيهية أساليب لمعاملة التحرير التي تعهد به الأعضاء بارادتهم الذاتية منذ المفاوضات السابقة، وكذلك المعاملة الخاصة للأعضاء من أقل البلدان نمواً، بموجب أحكام الفقرة ٣ من المادة الرابعة؛ ٤- تتقدم عملية التحرير التدريجي في كل دولة من خلال المفاوضات الثنائية والجماعية أو المتعددة الأطراف صوب زيادة المستوى العام للالتزامات المحددة التي تعهد بها الأعضاء بموجب هذا الاتفاق" انظر الاتفاق العام بشأن التعريفات الجمركية والتجارة، جولة أوروغواي. الوثيقة الختامية (مراكش، ١٥ نيسان/أبريل ١٩٩٤) الصفحة ٣٧٠.



ومن المهم فهم أن تحرير التجارة في الخدمات المالية وتخفيف القيود على معاملات الحسابات المالية يمثلان قضيتين مختلفتين. ويركز "الغاتس" على تحسين أحكام وشروط إمكانية الوصول إلى الأسواق وضمان المعاملة غير التمييزية للموردين الأجانب للخدمات المالية لا على تعجيل تنفيذ معاملات الحسابات المالية. وصحيح أن الأعضاء مطالبون بالسماح بالتحويلات، والمدفوعات الدولية للمعاملات المتصلة بالالتزامات محددة بموجب "الغاتس" يشمل بعضها معاملات حسابات مالية. غير أن الاتفاق يجيز لأي دولة عضو اتخاذ إجراءات حذرة تستهدف المحافظة على سلامة واستقرار نظامها المالي. وبالإضافة إلى ذلك، إذا واجه العضو "صعوبات تتعلق بميزان المدفوعات ومشاكل مالية خارجية خطيرة أو تهديد بحدوثها"، يحق له بموجب المادة الثانية عشرة من "الغاتس" إبقاء قيود مؤقتة على التجارة في الخدمات فيها يتعلق بالالتزامات المتعهد بها، "بما في ذلك القيود على المدفوعات والتحويلات عن المعاملات المتصلة بهذه الالتزامات"<sup>(١٩١)</sup>.

ولا تزال بعض البلدان غير مستعدة للتحرير الشامل؛ ذلك أن السماح بالمشاركة الأجنبية في قطاع مالي غير متقدم يعاني من ضوابط الائتمان أو أسعار الفائدة السلبية قد لا تحقق الأثر المرجو. كما أن تقييد أسعار الفائدة "يجعل الوساطة المالية في كثير من الأحيان غير مربحة وتؤدي إلى ضعف المحافظ المالية وضعف القاعدة المالية للمصارف"<sup>(١٩٢)</sup>. وفي مثل هذه الظروف، لن تهتم سوى قلة من المصارف الأجنبية بإنشاء فروع لها في الاقتصاد المحلي. "وإذا اضطرت المصارف لطلب ائتمان فإن المحافظ المالية الضعيفة يمكن أن تكشف عيوب المصارف غير المتينة وأن تؤدي إلى أزمة داخل النظام. وإذا زادت التدفقات المالية، فإن الزيادة في السيولة يمكن أن تؤدي إلى إقراض لا يتصف بالحكمة، ومن ثم إلى زيادة ضعف المحافظ المالية الموجودة. ويمكن أيضا أن تكشف أي صدمة (خارجية) يتعرض لها النظام ضعف المحافظ المالية وأن تؤدي إلى أزمة"<sup>(١٩٣)</sup>. ويمكن أن يؤدي فتح قطاع مصرفي ضعيف أمام المصارف ورؤوس الأموال الأجنبية الأقوى والأمتن، وتخفيف الضوابط على الائتمان أو أسعار الفائدة أو الاستعاضة عنها بأدوات نقدية غير مباشرة (مثل عملية السوق المفتوحة للمصارف المركزية) إلى تعثر مصرفي بصورة سريعة، إذا لم يكن قد أجري بالفعل قدر من إعادة الهيكلة، بالنظر إلى أن المصارف غير السليمة ستصبح أكثر ضعفا. ومن الأرجح أن تنهار المصارف غير السليمة في سوق توجد فيها منافسة أجنبية قوية، بالنظر إلى أن تكاليف التشغيل المرتفعة المرتبطة بالمحافظ المالية الكبيرة الضعيفة الأداء يمكن أن تضعف القدرة التنافسية. وتمانع حكومات عدد كبير من البلدان في السماح للمصارف "بإعادة هيكلة محافظها المالية لأسباب اجتماعية أو سياسية"<sup>(١٩٤)</sup>. غير أن السماح تدريجيا بزيادة إتاحة الوصول للمصارف ورؤوس الأموال الأجنبية يمكن أن يساعد على بدء أو تعجيل هذه العملية وأن يضطر واضعو السياسات الوطنية لإجراء إصلاحات مالية محلية وتشير المعلومات المقدمة أعلاه إلى أن "الالتزامات المقدمة في شتى طرائق التوريد في نطاق "الغاتس" يمكن أن تتصل بحالة تطور القطاع المالي في البلد". "والإصلاح الملزم في القطاع المالي في ..... الطريقة ٣ (الوجود التجاري) سيكون منطقيا خلال المراحل اللاحقة من الإصلاح الداخلي للقطاع المالي، والطريقة ١ (التوريد العابر للحدود) أن يكون التحرير في سياق فتح حسابات رأس المال. ويمكن أن تمثل الالتزامات بموجب الطريقة ٢ (الاستهلاك في الخارج) طريقة لزيادة المنافسة في الأسواق المالية المحلية في سياق [تخفيف قيود حسابات رأس المال] تدريجيا"<sup>(١٩٥)</sup>. وخلاصة القول أن

(١٩١) المرجع نفسه.

(١٩٢) Piritta Sorsa, *The GATS Agreement on Financial Services: A Modest Start to Multilateral Liberalization*, IMF Working Paper, No. WP/97/55 (Washington, D.C., International Monetary Fund, 1997) p. 20.

(١٩٣) Ibid.

(١٩٤) Ibid., p. 21

(١٩٥) المرجع نفسه.

البلدان التي يكون فيها القطاع المالي أقل تطوراً ينبغي أن تكفل أولاً وضع السياسات الأساسية بشأن الإصلاح الداخلي. ومتى تم تحقيق هذا، تكون التزامات الطريقة ٣ مستصوبة. وتكون التزامات الطريقة ١ والطريقة ٢ أنسب فيما يبدو عندما يكون قد منح قدر من إمكانية الوصول المحلي إلى الأطراف الخارجية واستوفيت اللوائح الحذرة والشروط النقدية المناسبة. غير أن هذا لا ينبغي أن يستخدم كذريعة لتأخير الإصلاح أو تفادي وضع الالتزامات في المفاوضات المتعددة الأطراف<sup>(١٩٦)</sup>.

#### (ج) جدول أعمال الدوحة الإنمائي

شرع في المفاوضات بشأن تحرير التجارة في الخدمات رسمياً في مطلع عام ٢٠٠٠ تحت إشراف "مجلس التجارة في الخدمات". وفي آذار/مارس ٢٠٠١، استوفى مجلس الخدمات عنصراً أساسياً في صلاحيات التفاوض بوضع المبادئ التوجيهية للتفاوض وإجراءاته. وأقر إعلان الدوحة العمل الذي تم بالفعل، وأكد من جديد المبادئ التوجيهية للتفاوض وإجراءاته، ووضع العناصر الأساسية للجدول الزمني الذي كان أهم ما تضمنه موعد اختتام المفاوضات كجزء من تعهد وحيد<sup>(١٩٧)</sup>. وشملت المواعيد المحددة الملزمة ما يلي: (أ) "بحلول ٣٠ حزيران/يونيو، يكون الأعضاء قد قدموا طلبات الوصول الثنائية الأولية إلى شركائهم التجاريين. غير أن هذا الموعد يعتبر إرشادياً فقط، ويتوقع أن يقدم الأعضاء طلبات أخرى؛ (ب) "بحلول ٣١ آذار/مارس ٢٠٠٣، يكون الأعضاء قد استجابوا للطلبات الواردة مع العروض الأولية؛ (ج) "بحلول ١ كانون الثاني/يناير ٢٠٠٥، يتعين اختتام مفاوضات الخدمات المنصوص عليها كجزء من التعهد الوحيد المتفق عليه في الدوحة"<sup>(١٩٨)</sup>.

"وفي مرحلة الطلبات الثنائية الجارية - ومن ثم السرية - تلقى جميع أعضاء منظمة التجارة العالمية فعلياً الطلبات الأولية من زهاء ٣٠ بلداً متقدماً ونامياً كبيراً"<sup>(١٩٩)</sup>. وأعرب بعض الأعضاء من البلدان النامية عن قلقهم من افتقار العملية إلى الشفافية وقدرات الموارد الكبيرة اللازمة في إطار المفاوضات الثنائية بشأن إمكانية الوصول إلى الأسواق، وكذلك من انعدام المساواة في القوة التفاوضية والاتجاه نحو "تحرير" المسائل الأفقية مثل التنظيم والتصنيف المحليين. وبصفة أعم، استمر كثير من البلدان النامية في التساؤل عما إذا كان هناك ما يمكن أن تجنيه من زيادة التحرير المتعدد الأطراف للخدمات<sup>(٢٠٠)</sup>.

#### (د) "الغائس" والأسواق المالية العربية

على الرغم من أنه من المبكر تماماً توقع نتيجة آخر الإصلاحات التي اضطلعت بها حكومات البلدان الأعضاء في الإسكوا في تنظيم الخدمات المالية والإشراف عليها، يظهر أن الهدف بدون شك تقريباً هو تحسين عمل الأسواق وإكمال لا النكوص عن عملية تحرير الخدمات المالية. غير أنه ينبغي ملاحظة أن البلدان الأعضاء في الإسكوا لا يزال أمامها شوط طويل قبل أن تتمكن نظمها المالية من معالجة المشاركة الأجنبية بطريقة تفيد جميع الأطراف. ويطلب بعضها التنفيذ التدريجي للإصلاحات المالية قبل أن يمكنها حتى النظر في التحرير الخارجي لنظمها المالية. وهناك أخرى يمكنها بسهولة البدء في فتح أسواقها

(١٩٦) المرجع نفسه.

(١٩٧) World Trade Organization, "The Doha Declaration explained" ([http://www.wto.org/english/tratop\\_e/dda\\_e/doha\\_explained\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop_e/dda_e/doha_explained_e.htm)), p. 4.

(١٩٨) International Centre for Trade and Sustainable Development and International Institute for Sustainable Development, *Doha Round Briefing Series: Developments Since the Fourth WTO Ministerial Conference*, vol. 1, No. 3 of 13, executive summary relating to trade in services (February 2003), p. 1.

(١٩٩) المرجع نفسه.

(٢٠٠) المرجع نفسه.

المالية والاستفادة من انتقال رأس المال الدولي بعد تحسين أنظمتها الحذرة. وعلى الرغم من أن جداول التزامات الخدمات المالية المقدمة من البلدان السبعة من منطقة الإسكوا الأعضاء في منظمة التجارة العالمية متباينة في نطاقها وشمولها ودرجة مشروطيتها، فإنه يمكن إجراء تعديلات إضافية في جميع الحالات للوصول إلى سياسات أفضل صياغة وأكثر شفافية. ومن المحتمل أن تسهل المفاوضات في المستقبل زيادة تحرير الأسواق المالية، لا فيما يتعلق بأعضاء منظمة التجارة العالمية من المنطقة فحسب، بل وأيضاً بين البلدان الأخرى الأعضاء في الإسكوا التي قدمت طلبات للعضوية.

## ٢- التزامات الخدمات المالية بموجب جدول أعمال الدوحة الإنمائي

هناك سبعة من البلدان الثلاثة عشر في منطقة الإسكوا أعضاء في منظمة التجارة العالمية ووضعت جداول التزامات بتحرير قطاعات خدماتها المالية بما يتماشى مع قواعد وأحكام "الغاتس" (انظر الجدول ٥ إلى ١١) (٢٠١). وحسبما سلف ذكره، فإن درجة تطور النظام المالي تختلف من بلد إلى آخر. وبعضها يتطلب إصلاحات داخلية قبل أن تتمكن من الاستخدام الكامل للإطار المتعدد الأطراف المنصوص عليه في "الاتفاق"، على حين أنجزت أخرى حالة متقدمة من إمكانية الوصول المفتوح إلى الأسواق في الخدمات المالية. وفيما يتعلق بالمجموعة الأخيرة، فإن المشاركة في جهود تحرير التجارة في الخدمات المالية على أساس عالمي تمثل التزاماً جديداً بدون تحفظ بالتحرير الشامل للقطاع المالي. أما فيما يتعلق بالبلدان الأخرى في المنطقة، فإن جداول الالتزامات المحددة في نطاق "الغاتس" تعطي أمثلة مفيدة يمكن أن ترغب في النظر فيها إذا قررت المشاركة في المفاوضات مستقبلاً.

ويشمل جدول الالتزامات المحددة الفئات التالية: (أ) الخدمات المالية؛ (ب) طرق التوريد؛ (ج) القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق؛ (د) القيود على المعاملة الوطنية. وتتألف فئة طرق التوريد من فئات فرعية، هي التوريد العابر للحدود والاستهلاك في الخارج والوجود التجاري ووجود الأشخاص الطبيعيين (٢٠٢). ويجوز للحكومات أن تقدم التزامات تضمن الحق في توريد الخدمات بموجب أي أو جميع هذه الطرائق. وفيما يتعلق بكل من الخدمات المشمولة بالتزام معين، يجب أن يشير الجدول، تحت كل طريقة من الطرائق الأربع، إلى أية قيود تفرض على إمكانية الوصول إلى الأسواق أو المعاملة الوطنية؛ وتصبح القيود غير المعلنة على هذا النحو غير قانونية. ومن تحليل لجدول التزامات الخدمات المالية، يمكن استخلاص ما يلي فيما يتعلق بالبلدان الأعضاء في الإسكوا:

(أ) شيوع القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق، التي تتصل بالوجود التجاري لموردي الخدمات المالية، والقيود على أنواع محددة من الكيانات القانونية والمشاريع المشتركة، فضلاً عن القيود على مشاركة رأس المال الأجنبي في المؤسسات المالية المحلية؛

(ب) من الشائع جداً فيما يتعلق بالمعاملة الوطنية وجود متطلبات للحصول على إذن خاص للمؤسسات الأجنبية وقيود على ملكية الأراضي والمتطلبات المتعلقة بالجنسية والإقامة؛

---

(٢٠١) تشمل هذه البلدان (حسب تاريخ العضوية) البحرين (١ كانون الثاني/يناير ١٩٩٥)، والكويت (١ كانون الثاني/يناير ١٩٩٥)، ومصر (٣٠ حزيران/يونيو ١٩٩٥)، وقطر (١٣ كانون الثاني/يناير ١٩٩٦)، والإمارات العربية المتحدة (١٠ نيسان/أبريل ١٩٩٦)، والأردن (١١ نيسان/أبريل ٢٠٠٠)، وعمان (٩ تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠٠٠).

(٢٠٢) للاطلاع على مزيد من التفاصيل، انظر Piritta Sorsa, op. cit., p. 8; and Greg McGuire, *Trade in Services: Market Access Opportunities and the Benefits of Liberalization for Developing Economies*, Policy Issues in International Trade and Commodities Study Series, No. 19 (New York and Geneva United Nations Conference on Trade and Development, 2002) (United Nations publication, Sales No. E.02.II.D.9), p. 3.

(ج) تمثل الضرائب عامل قلق فيما يتعلق بالمعاملة الوطنية. ذلك أن الضرائب هي في كثير من الأحيان عامل محدد بشأن موضع المعاملات المالية ويمكن أن تغير إلى حد كبير شروط المنافسة بين موردي الخدمات المالية؛

(د) أكثر العروض تحراً في الشروط العامة، هو عرض قطر، يليه عرض الإمارات العربية المتحدة؛

(هـ) عرض قطر هو الأسهل قراءة، يليه عرض الإمارات العربية المتحدة؛

(و) أكثر العروض تشدداً هو عرض الكويت، يليه العرض المصري؛

(ز) أعقد جدول هو جدول مصر، الذي أعيد فيه تصنيف الأنشطة وأعيد تحديدها وأعيد توزيعها بين ثلاثة أنواع من البنوك (ذات أشكال وهياكل قانونية مختلفة) وسوق الأوراق المالية. غير أن أنشطة سوق الأوراق المالية حررت إلى حد كبير في العرض المصري؛

(ح) أكثر طرق التوريد تحراً هي الاستهلاك في الخارج (الطريقة ٢)، يليها التوريد العابر للحدود (الطريقة ١)؛

(ط) أكثر طرق التوريد انغلاقاً هي انتقال الأشخاص الطبيعيين (الطريقة ٤)، يليها الوجود التجاري (الطريقة ٣).

#### الجدول ٥ - جدول التزامات البحرين بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات

القيود على المعاملة الوطنية	القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق	القطاع والقطاع الفرعي
(١) ل؛ (٢) ل؛ (٣) ل؛ (٤) غ.	(١) ل؛ (٢) ل؛ (٣) ل؛ (٤) غ.	الخدمات التابعة للتأمين (بما في ذلك خدمات السمسرة والوكالة).
(١) غ؛ (٢) غ؛ (٣) ل؛ (٤) غ.	(١) غير مقيدة فيما يتعلق بالأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية (السوق). ويشترط الحصول على ترخيص من هيئة سوق البحرين (الهيئة) إذا كان النشاط يجري في/من البحرين لحساب العملاء؛ (٢) غير مقيدة فيما يتعلق بالأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في "السوق"؛ (٣) يشترط أن تجري المعاملات في "السوق" من خلال وسيط أوراق مالية مرخص له. ويمكن إجراء المعاملات في السندات والكفالات خارج السوق الرسمية. ويجب أن يكون الوسطاء والمرقمون فيما يتعلق بالأوراق المالية في "السوق" من المواطنين البحرينيين (الأفراد أو الشركات المكونة محلياً التي لا تقل فيها الملكية البحرينية عن ٥١ في المائة) المقيمين في البحرين أو فروع الشركات الأجنبية التي تضطلع بمثل هذه الأعمال في الأوراق المالية الدولية. ويجب أن يكون الوسيط في المعاملات النقدية شركة مقامة محلياً، الملكية البحرينية فيها ٥١ في المائة، وتتطلب الحصول على ترخيص من "الهيئة"؛ (٤) غ.	تداول ما يلي لحساب النفس أو لحساب العملاء سواء كان في بورصة أو في خارج السوق الرسمية أو خلاف ذلك: (أ) صكوك سوق النقد بما في ذلك الشيكات والكمبيالات وشهادات الإيداع؛ (ب) المشتقات بما في ذلك (وليس) مقتصرة على) العمليات الآجلة والخيارات؛ (ج) الأوراق المالية القابلة للتحويل؛ (د) الصكوك الأخرى القابلة للتداول والأصول المالية بما في ذلك السبائك.

الجدول ٥ (تابع)

القيود على المعاملة الوطنية	القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق	القطاع والقطاع الفرعي
(١) غ؛	(١) غير مقيدة فيما يتعلق بالأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في "السوق" ويشترط الحصول على ترخيص من "الهيئة" إذا كان النشاط يجري في/من البحرين لحساب العملاء؛	المشاركة في إصدار جميع أنواع الأوراق المالية، بما في ذلك الضمان والقيد كوكيل (سواء كان عاماً أو خاصاً) وتوفير الخدمات المتصلة بهذه الإصدارات.
(٢) غ؛	(٢) غير مقيدة فيما يتعلق بالأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في "السوق"؛	
(٣) ل؛	(٣) يشترط الحصول على ترخيص من "الهيئة" إذا كان النشاط يجري في/من البحرين. وغير مقيدة فيما يتعلق بالأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في "السوق"؛	
(٤) غ.	(٤) غ.	
(١) غ؛	(١) غير مقيدة فيما يتعلق بالأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في "السوق"؛	إدارة الأصول بما في ذلك إدارة النقود أو المحافظ المالية، وإدارة كافة أشكال الاستثمار الجماعي وإدارة صناديق المعاشات التقاعدية وخدمات الكفالة والإيداع والصناديق الاستثمارية.
(٢) غ؛	(٢) غير مقيدة فيما يتعلق بالأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في "السوق"؛	
(٣) يمكن للشركات ذات المسؤولية المحدودة الاضطلاع باستثمارات باسم الغير؛	(٣) يشترط الحصول على ترخيص من "الهيئة". وفيما يتعلق بخدمات الإيداع بشأن الأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في "السوق"، يشترط موافقة "السوق"؛	
(٤) غ.	(٤) غ.	
(١) ل؛	(١) غير مقيدة فيما يتعلق بالشيكات بالدنانير البحرينية ويجب أن تكون من خلال "الهيئة"؛ وفيما يتعلق بالأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في "السوق"، يجب أن تكون من خلال "السوق"؛	خدمات التسوية والمقاصة للأصول المالية، بما في ذلك الأوراق المالية والمشتقات والصكوك الأخرى القابلة للتداول.
(٢) ل؛	(٢) غير مقيدة فيما يتعلق بالشيكات بالدنانير البحرينية ويجب أن تكون من خلال "الهيئة"؛ وفيما يتعلق بالأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في "السوق"، يجب أن تكون من خلال "السوق"؛	
(٣) غ؛	(٣) غير مقيدة فيما يتعلق بالمقاصة بالدنانير البحرينية؛	
(٤) غ.	(٤) غ.	

المصدر: World Trade Organization, "Bahrain: schedule of specific commitments" (GATS/SC/97) ([http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm)).

ملاحظات: تشير البنود المرقمة في العمودين الثاني والثالث إلى الفئات الفرعية لطرق التوريد التالية: (١) التوريد العابر للحدود؛ و(٢) الاستهلاك في الخارج؛ و(٣) الوجود التجاري؛ و(٤) وجود الأشخاص الطبيعيين. وتعني الحروف الواردة في الجداول ما يلي: غ = غير مقيدة في تحرير نشاط ما؛ ل = لا توجد قيود؛ غ ف = غير مقيدة في تحرير نشاط ما فيما عدا؛ ل ف = لا توجد قيود فيما عدا.

**الجدول ٦ - جداول جدول التزامات الكويت بموجب الاتفاق العام  
بشأن التجارة في الخدمات**

القيود على المعاملة الوطنية	القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق	القطاع والقطاع الفرعي
(١) غ؛ (٢) ل؛ (٣) غ ف؛ (٤) غ ف.	(١) غ؛ (٢) ل؛ (٣) غ ف؛ (٤) غ ف.	تداول ما يلي لحساب النفس أو لحساب العملاء، سواء كان في السوق المالية، أو خارج السوق الرسمية، أو خلاف ذلك:  (أ) صكوك سوق النقد (مثل الشيكات والكمبيالات وشهادات الإيداع)؛  (ب) المشتقات بما في ذلك (وليس) مقصورة على) العمليات الآجلة والخيارات؛  (ج) الأوراق المالية القابلة للتحويل؛  (د) الصكوك الأخرى القابلة للتداول بما في ذلك السبائك الذهبية.
(١) غ؛ (٢) ل؛ (٣) غ ف؛ (٤) غ ف.	(١) غ؛ (٢) ل؛ (٣) غ ف؛ (٤) غ ف.	المشاركة في إصدار جميع أنواع الأوراق المالية، بما في ذلك الضمان والقيد كوكيل (سواء كان عاماً أو خاصاً) وتوفير الخدمات المتصلة بهذه الإصدارات.
(١) غ؛ (٢) ل؛ (٣) غ ف؛ (٤) غ ف.	(١) غ؛ (٢) ل؛ (٣) غ ف؛ (٤) غ ف.	إدارة الأصول بما في ذلك إدارة استثمارات المحافظ المالية، وإدارة الأصول السائلة وجميع أشكال الاستثمارات الجماعية وصناديق المعاشات التقاعدية وخدمات أمناء الاستثمار.
(١) غ؛ (٢) ل؛ (٣) غ ف؛ (٤) غ ف.	(١) غ؛ (٢) ل؛ (٣) غ ف؛ (٤) غ ف.	خدمات التسوية والمقاصة للأصول المالية، بما في ذلك الأوراق المالية والمشتقات وغير ذلك من الصكوك القابلة للتداول.

المصدر: World Trade Organization, "Kuwait: schedule of specific commitments" (GATS/SC/97) ([http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm)).

ملاحظات: تشير البنود المرقمة في العمودين الثاني والثالث إلى الفئات الفرعية لطرق التوريد التالية: (١) التوريد العابر للحدود؛ و(٢) الاستهلاك في الخارج؛ و(٣) الوجود التجاري؛ و(٤) وجود الأشخاص الطبيعيين. وتعني الحروف الواردة في الجداول ما يلي: غ = غير مقيدة في تحرير نشاط ما؛ ل = لا توجد قيود؛ غ ف = غير مقيدة في تحرير نشاط ما فيما عدا؛ ل ف = لا توجد قيود فيما عدا.

**الجدول ٧ - جدول التزامات مصر بموجب الاتفاق العام بشأن  
التجارة في الخدمات**

القطاع والقطاع الفرعي	القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق	القيود على المعاملة الوطنية
البنوك		
ألف - البنوك المشتركة	(١) غ؛	(١) غ؛
تداول ما يلي لحساب النفس أو لحساب العملاء:	(٢) غ؛	(٢) غ؛
(أ) صكوك سوق النقد (الشيكات والكمبيالات وشيكات الإيداع)؛	(٣) يمكن أن تتجاوز حصة غير المصريين في رأسمال البنوك المشتركة والبنوك الخاصة ٤٩ في المائة من رأس المال المصدر لأي بنك، وبدون حد أقصى. وعلى أساس غير تمييزي، وملكية أكثر من ١٠ في المائة من رأس المال المصدر لأي بنك، باستثناء ما يكون عن طريق الميراث، تتطلب موافقة مجلس إدارة البنك المركزي المصري؛	(٣) يشترط أن يقدم موردو الخدمات الأجانب في سياق البنوك المشتركة تدريباً في الموقع للموظفين الوطنيين؛
(ب) الأوراق المالية؛ المشاركة في إصدار الأسهم وتوفير الخدمات المتصلة بهذه الإصدارات من خلال البنوك التابعة.	(٤) ينبغي أن يكون المدير العام مصرفياً ذا خبرة في مصر لا تقل عن ١٠ سنوات في البنوك المنشأة في مصر بخلاف فروع البنوك الأجنبية.	(٤) ل.
باء - فرع البنوك الأجنبية	(١) غ؛	(١) غ؛
نفس الأنشطة على النحو المحدد في الفئة (ألف) أعلاه.	(٢) غ؛	(٢) غ؛
	(٣) ينطبق اختبار الاحتياجات الاقتصادية؛	(٣) يجوز الترخيص لفروع البنوك الأجنبية الموجودة في ٥ حزيران/يونيو ١٩٩٢ (تاريخ نفاذ القانون رقم ٣٧ لسنة ١٩٩٢) بالتعامل بالعملة المحلية إلى جانب العملات الأجنبية، رهناً باستيفاء الحد الأدنى من متطلبات رأس المال وملاءمة التدابير الاحتياطية وغير ذلك من التدابير (المادة ١٣ من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور)؛
	(٤) ل.	(٤) ل.
جيم - مكاتب تمثيل البنوك الأجنبية	(١) غ؛	(١) غ؛
	(٢) غ؛	(٢) غ؛
	(٣) يجب ألا يكون للبنوك الأجنبية، التي ترغب في إنشاء مكاتب تمثيل، فروع في مصر ويجب أن تقتصر أنشطة مكاتب التمثيل على إجراء دراسات بشأن الاستثمارات الممكنة وأن تعمل كمكاتب اتصال مع مراكزها الرئيسية وأن تساهم في حل المشاكل والصعوبات التي يمكن أن يواجهها في مصر مراسلو مراكزها الرئيسية؛	(٣) غ؛
	(٤) ل.	(٤) ل.

الجدول ٧ (تابع)

القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق	القيود على المعاملة الوطنية	القطاع والقطاع الفرعي
البنوك		
(١) ل؛	(١) ل؛	التأمين على الاكتتاب.
(٢) ل؛	(٢) ل؛	
(٣) ل؛	(٣) ل؛	
(٤) ل.	(٤) ل.	
(١) ل؛	(١) ل؛	الوساطة.
(٢) ل؛	(٢) ل؛	
(٣) ل؛	(٣) ل؛	
(٤) ل.	(٤) ل.	
(١) ل؛	(١) ل؛	تداول الأوراق المالية
(٢) ل؛	(٢) ل؛	(مشتريات ومبيعات الأفراد
(٣) ل؛	(٣) ل؛	والمؤسسات في البورصة).
(٤) ل.	(٤) ل.	
(١) ل؛	(١) ل؛	المقاصة والتسوية.
(٢) ل؛	(٢) ل؛	
(٣) ل؛	(٣) ل؛	
(٤) ل.	(٤) ل.	
(١) ل؛	(١) ل؛	التسويق وترويج السوق.
(٢) ل؛	(٢) ل؛	
(٣) ل؛	(٣) ل؛	
(٤) ل.	(٤) ل.	
(١) ل؛	(١) ل؛	إدارة المحافظ والاستثمارات.
(٢) ل؛	(٢) ل؛	
(٣) ل؛	(٣) ل؛	
(٤) ل.	(٤) ل.	
(١) ل؛	(١) ل؛	إنشاء صناديق الاستثمارات
(٢) ل؛	(٢) ل؛	الجماعية.
(٣) ل؛	(٣) ل؛	
(٤) ل.	(٤) ل.	
(١) ل؛	(١) ل؛	رأس المال المخاطر به.
(٢) ل؛	(٢) ل؛	
(٣) ل؛	(٣) ل؛	
(٤) ل.	(٤) ل.	

المصدر: World Trade Organization, "Trade in services-Egypt schedule of specific commitments" (GATS/SC/97) ([http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm)).

ملاحظات: تشير البنود المرقمة في العمودين الثاني والثالث إلى الفئات الفرعية لطرق التوريد التالية: (١) التوريد العابر للحدود؛ و(٢) الاستهلاك في الخارج؛ و(٣) الوجود التجاري؛ و(٤) وجود الأشخاص الطبيعيين. وتعني الحروف الواردة في الجداول ما يلي: غ = غير مقيدة في تحرير نشاط ما؛ ل = لا توجد قيود؛ غ ف = غير مقيدة في تحرير نشاط ما فيما عدا؛ ل ف = لا توجد قيود فيما عدا.



## الجدول ٨ - جدول التزامات قطر بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات

القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق	القيود على المعاملة الوطنية	القطاع والقطاع الفرعي
(١) ل؛	(١) ل؛	(الخدمات التابعة للتأمين بما في ذلك خدمات السفرة والوكالة).
(٢) ل؛	(٢) ل؛	
(٣) ل؛	(٣) عدد موردي التأمين الأجانب مجمد عند المستوى الذي كان موجوداً في آذار/مارس ١٩٩٥ (خمس شركات)؛	
(٤) غ.	(٤) غ.	

المصدر: World Trade Organization, "Qatar: schedule of specific commitments" (GATS/SC/97) ([http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm)).

ملاحظات: تشير البنود المرقمة في العمودين الثاني والثالث إلى الفئات الفرعية لطرق التوريد التالية: (١) التوريد العابر للحدود؛ و(٢) الاستهلاك في الخارج؛ و(٣) الوجود التجاري؛ و(٤) وجود الأشخاص الطبيعيين. وتعني الحروف الواردة في الجداول ما يلي: غ = غير مقيدة في تحرير نشاط ما؛ ل = لا توجد قيود؛ غ ف = غير مقيدة في تحرير نشاط ما فيما عدا؛ ل ف = لا توجد قيود فيما عدا.

## الجدول ٩ - جدول التزامات الإمارات العربية المتحدة بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات

القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق	القيود على المعاملة الوطنية	القطاع والقطاع الفرعي
(١) ل؛	(١) ل؛	تداول ما يلي لحساب النفس أو لحساب العملاء:
(٢) ل؛	(٢) ل؛	(أ) صكوك سوق النقد؛
(٣) ل؛	(٣) (أ) لا توجد قيود على إنشاء مكاتب التمثيل؛	(ب) المشتقات؛
	(ب) غير مقيدة فيما يتعلق بإصدار تراخيص لتشغيل فروع بنوك؛	(ج) الأوراق المالية القابلة للتحويل؛
	(ج) غير مقيدة فيما يتعلق بالتوسع في أنشطة الكيانات المالية الموجودة.	(د) الصكوك الأخرى القابلة للتداول.
(٤) غ.	(٤) غ.	المشاركة في إصدار جميع أنواع الصكوك المالية (التأمين على الاكتتاب).
		إدارة الأصول.

المصدر: World Trade Organization, "United Arab Emirates-General Agreement on Trade in Services: schedule of specific commitments" (GATS/SC/97) ([http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm)).

ملاحظات: تشير البنود المرقمة في العمودين الثاني والثالث إلى الفئات الفرعية لطرق التوريد التالية: (١) التوريد العابر للحدود؛ و(٢) الاستهلاك في الخارج؛ و(٣) الوجود التجاري؛ و(٤) وجود الأشخاص الطبيعيين. وتعني الحروف الواردة في الجداول ما يلي: غ = غير مقيدة في تحرير نشاط ما؛ ل = لا توجد قيود؛ غ ف = غير مقيدة في تحرير نشاط ما فيما عدا؛ ل ف = لا توجد قيود فيما عدا.

## الجدول ١٠ - جدول التزامات الأردن بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات

القطاع والقطاع الفرعي	القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق	القيود على المعاملة الوطنية
تداول ما يلي لحساب النفس أو لحساب العملاء، سواء كان في بورصة أو خارج السوق الرسمية أو خلاف ذلك: (أ) صكوك سوق النقد (الشيكات والكمبيالات وشهادات الإيداع)؛ (ب) المشتقات بما في ذلك (وليس مقتصرة على) العمليات الآجلة والخيارات؛ (ج) الأوراق المالية القابلة للتحويل؛ (د) الصكوك الأخرى القابلة للتداول بما في ذلك السبائك.	(١) ل ف، غ؛ (٢) ل ف، غ؛ (٣) تقتصر إمكانية الوصول على ما يلي: (أ) المصارف؛ (ب) شركات الخدمات المالية المنشأة في الأردن في شكل شركة مساهمة عامة، أو شركة ذات مسؤولية محدودة أو مشاركة محدودة في شركة أسهم. (٤) غ ف.	(١) ل؛ (٢) ل؛ (٣) ل؛ (٤) غ ف.
المشاركة في إصدار جميع أنواع الأوراق المالية، بما في ذلك التأمين على الاكتتاب والتفويض كوكيل (سواء كان عاماً أو خاصاً) وتوفير الخدمات المتصلة بهذه الإصدارات. إدارة الأصول بما في ذلك إدارة النقود أو المحافظ المالية وإدارة جميع أشكال الاستثمار الجماعي وإدارة صناديق المعاشات التقاعدية وخدمات الكفالة والإيداع والصناديق الاستثمارية.	(١) ل ف، غ؛ (٢) ل ف، غ؛ (٣) تقتصر إمكانية الوصول على ما يلي: (أ) شركات الخدمات المالية المنشأة في الأردن في شكل شركة مساهمة عامة وشركة ذات مسؤولية محدودة والمشاركة المحدودة في شركة أسهم؛ (ب) المصارف المرخص لها من خلال شركات تابعة أو حسابات مستقلة. (٤) غ ف.	(١) غ؛ (٢) غ ف؛ (٣) ل؛ (٤) غ ف.
خدمات التسوية والمقاصة فيما يتعلق بالأصول المالية بما في ذلك الأوراق المالية والمشتقات الأخرى القابلة للتداول.	(١) غ؛ (٢) ل؛ (٣) تقتصر إمكانية الوصول إلى مركز إيداع الأوراق المالية في بورصة عمان فيما يتعلق بالأوراق المالية وإلى المصرف المركزي الأردني فيما يتعلق بجميع الصكوك المالية الأخرى.	(١) غ؛ (٢) ل؛ (٣) تقتصر إمكانية الوصول إلى مركز إيداع الأوراق المالية في بورصة عمان فيما يتعلق بالأوراق المالية وعلى المصرف المركزي الأردني فيما يتعلق بجميع الصكوك المالية الأخرى.

المصدر: World Trade Organization, "United Arab Emirates-General Agreement on Trade in Services: schedule of specific commitments" (GATS/SC/97) ([http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm)).

ملاحظات: تشير البنود المرقمة في العمودين الثاني والثالث إلى الفئات الفرعية لطرق التوريد التالية: (١) التوريد العابر للحدود؛ و(٢) الاستهلاك في الخارج؛ و(٣) الوجود التجاري؛ و(٤) وجود الأشخاص الطبيعيين. وتعني الحروف الواردة في الجداول ما يلي: غ = غير مقيدة في تحرير نشاط ما؛ ل = لا توجد قيود؛ غ ف = غير مقيدة في تحرير نشاط ما فيما عدا؛ ل ف = لا توجد قيود فيما عدا.

## الجدول ١١ - جدول التزامات عُمان بموجب الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات

القطاع والقطاع الفرعي	القيود على إمكانية الوصول إلى الأسواق	القيود على المعاملة الوطنية
الوساطة في التأمين، مثل السمسرة وخدمات الوكالة.	(١) ل؛ (٢) ل؛ (٣) الحد الأقصى لنسبة الأسهم الأجنبية ٧٠ في المائة؛ (٤) غ ف	(١) ل؛ (٢) ل؛ (٣) غ ف؛ (٤) غ ف.
تداول ما يلي لحساب النفس: أو لحساب العملاء، سواء في بورصة أو خارج السوق الرسمية أو خلاف ذلك: (أ) صكوك سوق النقد (الشيكات والكمبيالات وشهادات الإيداع)؛ (ب) المشتقات بما في ذلك (وليس مقتصره على) العمليات الآجلة والخيارات. إدارة الأصول بما في ذلك إدارة النقود أو المحافظ المالية وإدارة جميع أشكال الاستثمارات الجماعية وإدارة صناديق المعاشات التقاعدية وخدمات الكفالة والإيداع والاستئمان. خدمات التسوية والمقاصة فيما يتعلق بالأصول المالية، بما في ذلك الأوراق المالية والمشتقات والصكوك الأخرى القابلة للتداول.	(١) لا شيء فيما يتعلق بخدمات المعلومات المالية وخدمات الاستشارات المالية؛ غير مقيدة فيما يتعلق بالخدمات الأخرى؛ (٣) ل؛ (٣) (أ) لا شيء؛ عند الانضمام، يسمح بالوجود التجاري للفروع المملوكة بالكامل للبنوك الأجنبية؛ ويسمح قبل ١ كانون الثاني/يناير ٢٠٠٣، بالوجود التجاري في شكل شركات تابعة أو فروع مملوكة بالكامل للبنوك الأجنبية وشركات توريد الخدمات المالية الأخرى؛ (ب) إجمالي الملكية لـ (١) فرد والأطراف المتصلة، (٢) هيئة محدودة والأطراف المتصلة بها، (٣) شركة مساهمة أو شركة قابضة والأطراف المتصلة بها في بنك مؤسس محلياً (بخلاف البنوك الفرعية المملوكة بالكامل للأجانب) لا تتجاوز ٣٥ في المائة من القوة التصويتية في البنك؛ (ج) عدد الفروع في مسقط يقتصر على أربعة لكل بنك سواء كان (محلياً أو أجنبياً). (٤) غ ف.	(١) لا شيء فيما يتعلق بخدمات المعلومات المالية وخدمات الاستشارات المالية؛ غير مقيدة فيما يتعلق بالخدمات الأخرى؛ (٢) ل؛ (٣) ل؛ (٤) غ ف.

المصدر: World Trade Organization, "Trade in Services-Oman: schedule of specific commitments" (GATS/SC/97) ([http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm)).

ملاحظات: تشير البنود المرقمة في العمودين الثاني والثالث إلى الفئات الفرعية لطرق التوريد التالية: (١) التوريد العابر للحدود؛ و(٢) الاستهلاك في الخارج؛ و(٣) الوجود التجاري؛ و(٤) وجود الأشخاص الطبيعيين. وتعني الحروف الواردة في الجدول ما يلي: غ = غير مقيدة في تحرير نشاط ما؛ ل = لا توجد قيود؛ غ ف = غير مقيدة في تحرير نشاط ما فيما عدا؛ ل ف = لا توجد قيود فيما عدا.

## رابعاً - الاستنتاجات والتوصيات

### ألف - الاستنتاجات

يمكن أن تلعب الأسواق العربية الناشئة للأوراق المالية دوراً في توفير إمكانية وصول الشركات العربية إلى رأس المال الإقليمي والدولي. ويمكن أن توفر الأسواق رأسمال أقل كلفة وأطول أجلاً مما يتاح من خلال التمويل المصرفي، ومن ثم ضمان القدرة التنافسية الدولية للشركات العربية في عصر العولمة. ويمكن أن توفر الأسهم التي يملكها المستثمرون الأجانب في الشركات المحلية المدرجة للتداول العام فوائد إضافية للمنطقة في شكل مهارات إدارة دولية وتكنولوجيا حديثة. وتفتقر الأسواق العربية للأوراق المالية، شأنها شأن الأسواق الناشئة الأخرى في شتى أرجاء العالم، إلى كثير من السمات الهامة التي تتسم بها الأسواق المتقدمة، بما في ذلك العمق والانفتاح وإمكانية المساعلة والشفافية والإجراءات المالية المناسبة وحماية المستثمرين وانخفاض تكاليف المعاملات. ويضعف هذا فعالية الأسواق العربية للأوراق المالية بوصفها آلية جماعية لتعبئة رأس المال اللازم للنمو الإقليمي والتنمية. كما يخلق فراغاً يؤدي إلى تحويل رأس المال العربي إلى خارج المنطقة. وتختلف العوامل التي تعوق تطوير الأسواق العربية للأوراق المالية من بلد إلى آخر. غير أن جميع هذه الأسواق تواجه تحديات مشتركة ينبغي التصدي لها قبل أن يمكن تحقيق تقدم حقيقي في إقامة روابط سوقية إقليمية. ويكتسي النهوض بتطوير وربط الأسواق العربية الناشئة للأوراق المالية أهمية في تيسير التدفقات الاستثمارية الإقليمية.

وقد أجريت إصلاحات مالية هامة في البلدان الأعضاء في الإسكوا على مدى العقد الماضي. غير أن الأسواق العربية للأوراق المالية أمامها شوط طويل قبل أن تصل إلى تكامل إمكاناتها كمورد لرأس المال للنمو الإقليمي والتنمية. ومنذ نهاية الثمانينيات من القرن الماضي، اتخذت معظم الحكومات في المنطقة خطوات لتمكين القطاع الخاص وتعزيز دور أسواق الأوراق المالية، إقراراً منها بأهميتها في إنجاز أهداف التنمية الوطنية. وظهر الاهتمام الذي أبدته هذه البلدان بتطوير وإصلاح هياكلها المالية في الزيادة السريعة في عدد البورصات العربية. ويمكن أن يلعب القطاع العام دوراً إيجابياً في تطوير وربط الأسواق الإقليمية للأوراق المالية بزيادة الشفافية وإنفاذ الأنظمة وضمان المعاملة العادلة للشركات والتصدي للفساد في الشركات وخفض نسبة الأسهم التي تملكها الحكومة وخصخصة الشركات المملوكة للحكومة من خلال الإدراج العام. وينبغي أن تواصل الحكومات العربية إصدار قوانين حماية المستثمرين وإزالة القيود على الاستثمار الأجنبي. وبغية تحقيق التكامل بين الأسواق العربية للأوراق المالية، ينبغي أن تتواصل الجهود لتوحيد التشريعات المالية وتنسيق قواعد وأنظمة أسواق الأوراق المالية وضمان تطابق هياكلها المالية.

وفي الوقت الذي ينتقل فيه العالم صوب زيادة التكامل المالي - وبخاصة مع التوقيع على "الغاتس" - لا تزال الأسواق العربية للأوراق المالية تفتقر إلى الروابط الإقليمية والدولية الهامة، مع قلة من الاستثناءات الملحوظة. وتطلب اتفاق الربط بين الكويت ولبنان ومصر إنشاء مؤسسات مقاصة وتسوية ومراكز إيداع للأوراق المالية، فضلاً عن آليات لضمان سرعة إكمال نقل الملكية وضمان حقوق المساهمين، الوطنيين منهم أو الأجانب. وحتى مع توافر القوانين والمؤسسات الضرورية، كان على البلدان الثلاثة أن تحقق حداً أدنى من التنسيق التشريعي والتطابق. وتتطلب إقامة ربط أقوى بين أسواق الأوراق المالية من خلال الاندماج في منصة تداول وحيدة (وهو أعلى شكل من أشكال التكامل للربط) تنسيقاً تنظيمياً أكثر فعالية بين البلدان المترابطة وتمثل "يورنكست" الشبكة الإقليمية الوحيدة للأسواق المالية التي حققت هذا المستوى من التكامل. وتشير الأدلة من أجزاء أخرى من العالم إلى أن بعض الأسواق المالية الإقليمية لا تتخذ طريق الاندماج؛ وقد شهد عقد التسعينيات من القرن الماضي زيادة واسعة النطاق في إنشاء بورصات جديدة بالنظر إلى أن الأسواق المحلية للأوراق المالية توفر خدمات وسمات مناسبة لتلبية الحاجات المعينة للقطاع الخاص المحلي. ومن الأرجح أن يتحقق الربط بين الأسواق العربية للأوراق المالية في سوق مالية إقليمية متكاملة من خلال

جهود تيسير الإدراج المشترك للشركات والتداول الإلكتروني العابر للحدود وإتاحة إمكانية الوصول للمستثمرين الأجانب عن أن يكون من خلال إقامة منصة تداول عربية وحيدة.

#### ١- القطاع الخاص

يمكن أن يسهم القطاع الخاص في جهود تطوير وربط الأسواق الإقليمية للأوراق المالية من خلال ما يلي:

(أ) حسن إدارة الشركات. ستكون الشركات التي تستعمل الممارسات المحاسبية الدولية السليمة في أفضل وضع لاجتذاب المستثمرين الاستراتيجيين على الأجل الطويل. ويعتمد نجاح سوق الأوراق المالية على الأصول الأساسية لصكوكها المالية المدرجة للتداول العام. وتمثل الورقة المالية المكانية المالية للشركة وأدائها وإمكانات نموها والسيولة التي تتمتع بها وملاءتها وتوقعات المستثمرين لنموها المالي والتجاري؛ وعليه فإن جاذبية الأوراق المالية للمستثمرين هي ناتج للمركز المالي للشركات المصدرة وتوقعات نجاحها. وبدون إمكانية مساهمة مستوى الإدارة العليا في الشركة، لن تتوفر للمستثمرين الثقة للاستثمار في السوق. وفي منطقة تنزع فيها الروابط الأسرية إلى أن تعلو على مصلحة الشركة، فإنه ينبغي لمديري الشركات بذل كل جهد ممكن لضمان أن تتخذ القرارات الإدارية لما فيه أفضل مصلحة للشركة والمساهمين؛

(ب) الشفافية. من القضايا الشائكة التي تواجه تطوير الأسواق العربية للأوراق المالية قضية قدرة واستعداد قطاع الشركات لتوفير إفصاح مالي شفاف على أساس منتظم. ولا غنى للمستثمرين عن معلومات مناسبة لاتخاذ قرارات استثمار سليمة؛ وإذا لم تكن المعلومات المالية الضرورية متاحة، فإن المستثمرين سيأخذون أموالهم إلى أماكن أخرى. ولا يقتصر الإفصاح على البيانات المالية المدققة، ولكنه ينبغي أن يشمل أي معلومات وتحليلات إضافية ذات صلة توفر في التقرير السنوي للشركة. ويوفر الإفصاح المالي للمستثمرين المحليين والأجانب على أكفأ نحو من خلال المواقع الإلكترونية للشركات؛

(ج) الاتجاه إلى الإدراج للتداول العام. يعوق العدد الكبير من الأعمال التجارية الأسرية الملكية في الاقتصادات العربية تطوير أسواق الأوراق المالية في المنطقة. ويمكن لهذه الأعمال التجارية أن تخفض اعتمادها التقليدي على التمويل المصرفي وأن تحصل على التمويل بالأسهم المنخفض الكلفة في التوسع والتحديث لتلبية طلب الأسواق الإقليمية المتنامية وزيادة المنافسة الدولية. وينبغي تشجيع الشركات الأسرية الملكية على التعرف على التمويل بالأسهم. ومن شأن الإدراج العام للأعمال التجارية العربية الأسرية الملكية الناجحة أن يحسن عمق أسواق الأوراق المالية. ويمكن للمستثمرين الإقليميين الاستفادة مالياً من المشاركة في هذه الشركات. وقد أدرج بعض الشركات الأسرية الملكية في المنطقة للتداول العام في بورصات المنطقة، ولكن يبقى الكثير في غير متناول المستثمرين العرب؛

(د) التدقيق (المراجعة). قوانين الشركات هي حجر الزاوية لسوق الأوراق المالية. وقد عمدت معظم البلدان الأعضاء في الإسكوا إلى تنقيح قوانين الشركات بها لتشجيع إنشاء شركات مساهمة ووطورت عمليات التدقيق والإشراف بما يتماشى مع المعايير الدولية. غير أن الافتقار إلى ممارسات التدقيق أو وجود أوجه عجز بها في بعض الأسواق العربية ونقص المعلومات المالية الدقيقة والاختلافات في اللوائح التنفيذية النازمة للتدقيق تمثل جميعها عوامل تؤثر بصورة سلبية على أسواق الأوراق المالية.

#### ٢- الحكومات والوكالات التنظيمية

يمكن أن تسهم الحكومات والوكالات التنظيمية في جهود تطوير وربط أسواق الأوراق المالية في المنطقة من خلال ما يلي:

## (أ) تتويع الأصول

أكتسب الكثير من المستثمرين العرب خبرة واسعة النطاق بالأسواق المالية المتقدمة التي تتمتع بتغطية أوسع من حيث أنواع وخصائص الصكوك المتاحة للمستثمرين. ولا غنى عن التتويع ورفع مستوى الجودة بصورة مماثلة في الأسواق العربية للأوراق المالية لجذب هؤلاء المستثمرين الدوليين، ومواجهة الطلب المحلي المتنامي على الأسواق المالية الأوسع التي توفر نخبة أكبر من الصكوك المالية؛

## (ب) التوحيد القياسي

(١) ينبغي تنسيق قواعد وأنظمة أسواق الأوراق المالية مع المعايير الدولية - على نحو يماثل ما أنجز من خلال الاتحاد العالمي للبورصات - كشرط ضروري للتنافس في السوق المالية العالمية. ولم تتخذ الحكومات العربية إلى الآن أي إجراء في هذا الشأن؛

(٢) أدى التقدم التكنولوجي الحديث إلى توحيد عمليات التداول الإلكتروني في البلدان العربية، مما رفع مستوى الشفافية وكفاءة الأسواق واختصر أوقات التسوية للمعاملات. ولا غنى عن زيادة التطوير في هذا المجال، وبخاصة فيما يتعلق بتيسير التداول العابر للحدود؛

(٣) من الضروري توحيد المصطلحات المستخدمة في الأسواق العربية للأوراق المالية مع تلك المستخدمة في الأسواق المالية العالمية. ويوفر الموقع الإلكتروني للشبكة العربية للأسواق المالية المساعدة في توحيد المصطلحات لأعضاء اتحاد البورصات وأسواق المال العربية. وتحسن المصطلحات الموحدة الشفافية للمستثمرين. ويقلل التوحيد القياسي لتقارير المحللين من احتمالات انتشار نسب الربحية على غير أسس سليمة والتقييمات المشكوك فيها للأوراق المالية وتوصيات البيع والشراء التي تضلل المستثمرين المحتملين؛

## (ج) التداول الإلكتروني

يمثل ربط الأسواق العربية للأوراق المالية من خلال التداول الإلكتروني العابر للحدود خياراً سليماً للربط الإقليمي بين أسواق الأوراق المالية. وتمكّن نظم التداول الإلكتروني الحديثة في البلدان الأعضاء في الإسكوا من تطوير سوق للأوراق المالية في عصر الاتصالات الإلكترونية، تزيل الحاجة إلى منصة تداول مادية. ومع وجود بورصة ظاهرية، تحتفظ كل سوق من الأسواق العربية للأوراق المالية بسماتها الفردية التي تلبي الحاجات المعينة للقطاع الخاص المحلي، على حين تعطي الشركات والمستثمرين العرب إمكانية الوصول إلى سوق مالية إقليمية أوسع؛

## (د) الشفافية

ينبغي أن تكون التشريعات والأنظمة الحكومية شفافة لضمان إتاحة إمكانية وصول عادلة للمشاركين في أسواق الأوراق المالية، بما في ذلك الشركات المدرجة للتداول العام والمساهمين فيها. وتمنع الشفافية المحسوبية في التوظيف والفساد والأخطاء غير المتعمدة التي يمكن أن تحدث عندما تكون القواعد والأنظمة غير واضحة أو يتعذر الحصول عليها. وينبغي أن توفر إمكانية الوصول الشفاف إلى التشريعات والأنظمة الحكومية إلى الشركات والمستثمرين الأجانب، فضلاً عن السوق المحلية، وينبغي أن تكون القوانين والقواعد متطابقة مع الاتفاقات الإقليمية والدولية، بما في ذلك "الغائس"؛

#### (هـ) تحرير الخدمات المالية

(١) الامتثال "لغاتس". لا تزال البلدان العربية التي هي أعضاء في منظمة التجارة العالمية تحتاج إلى إنجاز الامتثال الكامل للالتزامات "لغاتس". ويجب أن تتخذ خطوات لتحرير الخدمات المالية، على سبيل المثال عن طريق السماح لشركات الوساطة الأجنبية بالعمل في أسواق الأوراق المالية في المنطقة. ولا تزال توجد في البلدان الأعضاء في الإسكوا حدود وقيود بشأن الوجود التجاري لموردي الخدمات المالية والأنواع المحددة للكيانات المالية والمشاريع المشتركة المسموح بها، ومشاركة رأس المال الأجنبي في المؤسسات المالية المحلية؛

(٢) المعاملة الوطنية. من الشائع إلى حد كبير وجود متطلبات للحصول على إذن خاص للمؤسسات الأجنبية وقيود على ملكية الأراضي ومتطلبات متعلقة بالجنسية والإقامة في البلدان الأعضاء في الإسكوا. كما تمثل الضرائب وجه قلق متعلق بالمعاملة الوطنية بموجب "لغاتس"، بالنظر إلى أن هذا يمثل في كثير من الحالات عاملاً محدداً في القرارات المتعلقة بموضع المعاملات المالية، ويمكن أن يغير إلى حد كبير شروط المنافسة بين موردي الخدمات المالية؛

#### (و) السياسات الاقتصادية الكلية

تعتمد الأسواق المالية على السياسات الاقتصادية الكلية السليمة. وتخفيض الأسعار المستقرة للقطع الأجنبي مستوى المخاطر المتصلة بالقطاع الأجنبي التي يواجهها المستثمرون الخارجيون، وهو مكون أساسي لاجتذاب مستثمري المحافظ المالية وتيسير التداول العابر للحدود. كما أن ارتفاع أسعار الفائدة الإقليمية العالية على الصكوك المالية البديلة مثل السندات تجعل أسواق الأسهم أقل جاذبية للمستثمرين؛

#### (ز) الخصخصة

يمكن للحكومات العربية، في جهودها الجارية لخصخصة الشركات المملوكة للدولة، أن تدعم أسواق الأوراق المالية في المنطقة وأن تستفيد منها على السواء، لاستخدامها كقنوات لبيع هذه الشركات مع تحسين عمق السوق في الوقت نفسه. ويحسن وضع الإصدارات الأولية للجمهور للشركات المملوكة للدولة في أكثر من بورصة واحدة الربط الإقليمي؛

#### (ح) التثقيف

ينبغي أن تتواصل البرامج الحكومية التي توفر مواد تثقيفية وحلقات تدارس بشأن استخدام أسواق الأسهم لصالح الشركات في المنطقة. ومع توافر المعلومات الشاملة بشأن الخيارات المختلفة لجمع رأس المال، سيكون مديرو الشركات العربية أفضل استعداداً لاتخاذ القرارات التي تؤدي إلى الاستخدام الكفاء لرأس المال الذي توفره بالاستدانة أو عن طريق الأسهم في أعمالهم التجارية. ويقوم اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، من خلال الشبكة العربية للأسواق المالية بدور نشط في هذا الشأن، للوصول عن طريق الإنترنت إلى المواد التثقيفية بشأن مزايا وعيوب الإدراج العام وكيفية المشاركة في أسواق الأسهم؛

#### (ط) مشاركة المرأة

إن مشاركة النساء العربيات في الأسواق المالية كمنظمات للمشاريع ومستثمرات يفتح مورداً إنمائياً غير مستغل إلى حد كبير ويتيح تمكين النساء من المشاركة في أسواق الأسهم لهذه الشريحة من العرب

المساهمة بصورة أكمل في التنمية وتنويع الاقتصادات العربية. ويمثل التمويل بالأسهم مصدرا محتملا لرأس المال للشركات التي تمتلكها النساء. وبوسع منظمات المشاريع تقديم مساهمة هامة في التنمية الاقتصادية للمنطقة، وتمثل أسواق الأوراق المالية قنوات ممتازة لمثل هذا النشاط.

#### باء- التوصيات

تقدم التوصيات التالية كما ينظر فيها من يعملون في القطاع الخاص العربي المشاركون في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة:

- (أ) اعتماد المعايير المحاسبية الدولية؛
  - (ب) ضمان إمكانية مساءلة المديرين أمام المساهمين عن الأعمال التجارية وربحية الشركات المدرجة؛
  - (ج) توفير إفصاح مالي شفاف على أساس منتظم، أساسا من المواقع الإلكترونية للشركات؛
  - (د) خفض الاعتماد على التمويل المصرفي بزيادة اللجوء إلى التمويل بالأسهم.
- وتقدم التوصيات التالية كما ينظر فيها صناع القرارات في البلدان الأعضاء في الإسكوا:
- (أ) إلزام الشركات باستخدام ممارسات تدقيق سليمة بغية ضمان الشفافية؛
  - (ب) زيادة تنويع الصكوك المالية المتاحة في أسواق الأوراق المالية في المنطقة؛
  - (ج) السعي إلى تنسيق قواعد وأنظمة الأسواق المالية وفقا للمعايير الدولية؛
  - (د) مواصلة دعم تطوير المؤسسة العربية المشتركة للتسوية والمقاصة كآلية لتيسير التداول العابر للحدود؛
  - (هـ) توحيد المصطلحات المالية؛
  - (و) إعادة هيكلة القطاعات المصرفية الضعيفة قبل فتحها أمام المصارف الأجنبية ورأس المال الأجنبي بغية الحد من حالات التعثر المصرفية؛
  - (ز) تيسير المزيد من تطوير التداول الإلكتروني المحلي واعتماد التداول الإلكتروني العابر للحدود؛
  - (ح) احترام التزامات "الغاتس" (لأعضاء منظمة التجارة العالمية في المنطقة)؛
  - (ط) ضمان الشفافية في النفاذ إلى التشريعات والأنظمة الحكومية المعنية بالشركات والمستثمرين الأجانب والمحليين؛
  - (ي) النهوض بالسياسات التي تعزز الاستقرار الاقتصادي الكلي؛ وينبغي في هذا السياق، إيلاء اهتمام خاص لأسعار الفائدة وسوق القطع الأجنبي؛
  - (ك) زيادة استخدام الإدراج العام في الجهود الجارية لخصخصة الشركات المملوكة للدولة؛
  - (ل) مواصلة توفير مواد تثقيفية وحلقات تدارس بشأن استخدام أسواق الأسهم في المنطقة لصالح الشركات الصغيرة والمتوسطة الأسرية الملكية؛
  - (م) تشجيع مشاركة النساء في أسواق المال كمنظمات للمشاريع ومستثمرات.



## المراجع

### المراجع العربية

أبو ظبي، سوق أبو ظبي للأوراق المالية: "إدارته - أهدافه - عضويته"، أبو ظبي، ٢٠٠٠ اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، "النظام الأساسي"، الكويت.

\_\_\_\_\_، "ميثاق الشرف لوسطاء الأوراق المالية"، الكويت، ١٩٩٧.

\_\_\_\_\_، "توصيات ربط البورصات العربية"، ورقة أعدت لتقديمها إلى المؤتمر السنوي لاتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، القاهرة، ١٥-١٧ حزيران/يونيو ١٩٩٧.

\_\_\_\_\_، نتائج استفتاء بشأن الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية العربية (ورقة داخلية غير منشورة) حزيران/يونيو ٢٠٠٠.

\_\_\_\_\_، البورصات (مجلة)، ١٦ كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٥.

الاتفاق العام بشأن التعريفات الجمركية والتجارة، جولة أوروغواي (مراكش، ١٥ نيسان/أبريل ١٩٩٤).

أحمد أبي سرور، ورقة عن الأسواق المالية: نحو التنمية لمواجهة التحديات أعدت لتقديمها إلى المؤتمر السنوي لاتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، القاهرة، ١٥-١٧ حزيران/يونيو ١٩٩٧.

الأردن، "تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان" المادة ٥ من توجيهات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان (٢٠٠٠) بموجب أحكام المادة (٢٦) من القانون رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧.

بنك مصر، "سوق الأوراق المالية في مصر: المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة، ١٩٩٠-١٩٩٦". أوراق بنك مصر البحثية. رقم ١، ١٩٩٧.

بورصة بيروت، "عمليات التداول" (وثيقة معلومات رقم ٩٦/٥١٦). بيروت.

أسعد صوايا، ورقة عن وظائف ميد كلير أعدت لتقديمها إلى مؤتمر الملتقى الأول لوسطاء البورصات العربية.

جامعة الدول العربية، "التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠٠٠"، القاهرة، أيلول/سبتمبر ٢٠٠٠.

جليل طرف، "الشفافية في قانون الأوراق المالية الأردني"، (البورصات) مجلة يصدرها اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، ٢٢ آذار/مارس ١٩٩٨.

سامح الترجمان، "ندوة عن حوكمة الشركات"، (تعليقات)، صحيفة الأهرام، القاهرة، ١١ تموز/يوليو ٢٠٠٣.

سليمان المنذري، ورقة عن الأسواق العربية لرأس المال: الدور والعلاقات وتحديات التحرير، الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية (نشرة فصلية)، القاهرة، تقارير الأهرام المالية، ٢٠٠٠.

\_\_\_\_\_، "البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية"، تقارير الأهرام المالية العدد ٩٦، القاهرة كانون الثاني/يناير ١٩٩٦.

\_\_\_\_\_، الأسواق العربية لرأس المال: نشأتها التاريخية وخصائصها الأساسية وإمكانيات التكامل فيما بينها (أطروحة دكتوراه منشورة) بيروت، منشورات الرازي، ١٩٨٧.

شركة ضمانات الاستثمار العربية، أسواق المال العربية، ١٩٨٥ الكويت.

شركة مصر للمقاصة والتسوية والإيداع المركزي (مجلة الشركة) تموز/يوليو - أيلول/سبتمبر ٢٠٠٢.

صعق الركابي، "الإفصاح المالي في الكويت: نشأته وتطوره"، ورقة أعدت لتقديمها إلى ندوة أهمية الإفصاح في الأسواق العربية للأوراق المالية، التي عقدها اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، القاهرة، ١٥-١٧ تشرين الثاني/نوفمبر ١٩٨٧.

\_\_\_\_، "ربط البورصات العربية: الآلية والأهداف"، ورقة أعدت لتقديمها إلى المؤتمر السنوي لاتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، القاهرة، ١٥-١٧ حزيران/يونيو ١٩٩٧.

\_\_\_\_، مقابلة خاصة مع المؤلف، القاهرة، آذار/مارس ٢٠٠٣.

صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية"، ٢٠٠٢.

\_\_\_\_، "النشرة الفصلية"، الربع الرابع ٢٠٠٢، رقم ٣٥.

عادل علام، ورقة عن إقامة شركة عربية للمقاصة والتسوية، البورصات (مجلة يصدرها اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية) الكويت، العدد رقم ٤، ٤ أيار/مايو ١٩٩٧.

\_\_\_\_، ورقة عن الوساطة في الأسواق العربية للأوراق المالية: دراسة مقارنة للقوانين النازمة لمهنة الوساطة، أعدت لتقديمها إلى المؤتمر السنوي لاتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، دمشق، ١-٣ حزيران/يونيو ١٩٩٦.

عبد الحميد إبراهيم، بيانات منشورة في صحيفة الأهرام، القاهرة، ٧ تموز/يوليو ٢٠٠٣.

عصام مكي، "دور المعلومات في عملية ربط البورصات العربية" ورقة أعدت لتقديمها إلى مؤتمر اتحاد البورصات وهيئات وأسواق المال العربية، القاهرة، ١٥-١٧ حزيران/يونيو ١٩٩٧.

الكويت، سوق الكويت للأوراق المالية، "نشرة معلومات عن المرسوم ذي الصلة واللائحة الداخلية".

الكويت، سوق الكويت للأوراق المالية، "القوانين والمراسيم والقرارات ذات الصلة الكويت ١٩٨٣".

الكويت اليوم (صحيفة سوق الأوراق المالية) العدد ٤٦٤، أيار/مايو ٢٠٠٠.

لبنان، الجريدة الرسمية، العدد ٥١، ٢١ كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٥.

\_\_\_\_، ٢٨ تشرين الأول/أكتوبر ١٩٩٩.

مصر، الهيئة العامة لسوق المال، "التقرير السنوي ٢٠٠٠"، القاهرة، ٢٠٠١.

\_\_\_\_، "القرار رقم ٣٠". ١٨ حزيران/يونيو ٢٠٠٢.

\_\_\_\_، "القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات المساهمة (المذكرات الإيضاحية)". الطبعة الحادية والعشرون، ٢٠٠٠.

منير هندي، ورقة عن أسواق المال ومؤسساتها أعدت لتقديمها إلى مؤتمر الاستثمار وأسواق المال، بيروت، ٢٨-٣٠ آذار/مارس ٢٠٠٣.

\_\_\_\_، ورقة غير منشورة عن دراسة بشأن إعادة هيكلة سوق الكويت للأوراق المالية.

### المراجع الأجنبية

- ABQ Zawya Ltd. "Country equities". Section on listed companies. Accessed at <http://www.zawya.com/equities>, 30 July 2003.
- Abu Dhabi Securities Market. Monthly statistical bulletin. April 2003.
- Amman Stock Exchange. Accessed at [www.ammastockex.com](http://www.ammastockex.com).
- Anderson Company for Economic Systems. Paper dealing with trade-related operations in the Arab markets. UASE First Arab Brokerage Conference, Beirut, 5-7 July 1995.
- ArabicNews.com. "Dubai inaugurates official stock market". UAE, Business Section. 27 March 2000.
- \_\_\_\_\_. "Heads of the Gulf stock markets in Mascut [sic] to tackle improvements". Gulf, Economics Section. 5 March 2000.
- \_\_\_\_\_. "Oman begins implementation of modern security laws and structure to protect investors". Oman, Economics Section. 16 January 1999.
- \_\_\_\_\_. "1,000 Egyptian women in the Egyptian stock market". Egypt, Business Section. 20 May 1999.
- \_\_\_\_\_. "Pact on linking bourses in Kuwait and Bahrain". Bahrain-Kuwait Economics Section. 10 February 1997.
- \_\_\_\_\_. "Women are segregated in Kuwait bourse". Kuwait, Culture Section. 30 January 2003.
- Arab Financial Market Network. Accessed at <http://www.alshabaca.com/mefn/education>.
- \_\_\_\_\_. Home page. Accessed at <http://www.alshabaca.com/mefn/home/aboutprofile.jhtml>, 4 August 2003.
- \_\_\_\_\_. "Learning about IPOs". Accessed at <http://www.alshabaca.com/mefn/education>, 6 May 2003.
- \_\_\_\_\_. "Palestine Securities Exchange suspends trading". Accessed at <http://www.alshabaca.com/mefn/info>, 14 April 2003.
- Arab Monetary Fund. "Arab capital markets performance". Accessed at <http://www.amf.org.ae/vEnglish>, 28 July 2003.
- Azar, George. "Arab companies in dire need of sound strategic financial planning". *The Daily Star*. Beirut, 6 February 2002.
- Azzam, Henery. "Performance and outlook of Arab stock markets". *The Jordan Times*. Economy Section. 19 January 2003.
- \_\_\_\_\_. "Positioning the region's capital markets to attract repatriated Arab funds from abroad". *The Jordan Times*. Economy Section. 20 October 2002.
- Beirut Stock Exchange. Accessed at [www.bse.com.lb/companies.htm](http://www.bse.com.lb/companies.htm).
- Bekraert, Geert, Campbell Harvey and Christian Lundblad. "Emerging equity markets and economic development". NBER Working Paper Series, No. 7763. Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, June 2000.
- Benninga, Simon, and Oded Sarig. *Corporate Finance: A Valuation Approach*. International Edition. New York, McGraw-Hill, 1997.

- Bou Khalil Markets SAL. *Consolidated Financial Statements for the Year ended 2001*. Beirut, 30 March 2002.
- Cairo and Alexandria Stock Exchanges. CASE 30 Index table. Accessed at [www.egyptse.com/download/case30.xls](http://www.egyptse.com/download/case30.xls).
- \_\_\_\_\_. *Factbook, 2001*. Cairo.
- Canada. Department of Finance. "Consultation paper for the World Trade Organization negotiations on financial services, June 2000". Accessed at [http://www.fin.gc.ca/toce/2000/wto2000\\_e.html](http://www.fin.gc.ca/toce/2000/wto2000_e.html).
- Canadian Securities Institute. *Conduct & Practices Handbook Course*. Toronto, 2000.
- Carkovic, Maria, and Ross Levine. "Does foreign direct investment accelerate economic growth?" (working paper). Minneapolis, University of Minnesota, May 2002.
- Crouch, Gregory, with Suzanne Kapner. "Accounting fears reignited by Dutch grocer's profit error". *The New York Times*. 25 February 2003.
- Dahel, Riad. "Volatility in Arab stock markets" (working paper). Kuwait, Arab Planning Institute, 2003.
- Dalal, Khalid. "Union express fears over privatization of JPMC, APC". *The Jordan Times*. 24 August 2003.
- Deutsche Boerse Group. "Going public overview". Accessed at <http://deutsche-boerse.com> on 1 August 2003.
- Doha Securities Market. "About DSM: developments". Accessed at <http://www.dsm.com.qa/aboutdsm>, 1 August 2003.
- The Economist*. "The law of the market". Finance and Economics Section 19 April 1997.
- EIU Viewswire. "Underdeveloped stockmarkets". London, Economist Intelligence Unit, 26 July 2002.
- Epstein, Barry, and Abbas Mirza. *IAS 2001: Interpretation and Application*. New York, John Wiley and Sons, Inc., 2001.
- Euronext. "From Amsterdam, Brussels and Paris exchange to Euronext". Accessed at <http://www.euronext.com>. 1 August 2003.
- Fahed-Sreih, Josianne. "Lebanese family businesses and determinates of success". Paper prepared for the meeting on Success and Governance in Lebanese and Middle Eastern Family Businesses, held by the Lebanese American University's Institute of Entrepreneurial and Family Business, Beirut, 16 May 2002.
- Federation of Euro-Asian Stock Exchanges. "History of FEAS". Accessed at <http://www.feas.org>.
- Federation of European Securities Exchanges. "Members & associate members". Accessed at <http://www.fese.be>, 6 August 2003.
- Financial Funds Advisors International SAL. "Fiscal year 2000 evaluation report: Bou Khalil markets". Beirut, March 2001.
- Ford Motor Company. "Code of ethics for senior finance personnel" (policy letter). Accessed at [www.ford.com/en/company/investor/information/companyFinancials/corporateGovernance.htm](http://www.ford.com/en/company/investor/information/companyFinancials/corporateGovernance.htm), 5 May 2003.
-

- Fuchs-Schündeln, Nicola, and Norbert Funke. "Stock market liberalizations: financial and macroeconomic implications". IMF Working Paper, No. WP/01/193. Washington, D.C., International Monetary Fund, December 2001.
- Gorde, Hemu. "Call for 'unified' AGCC market to woo investors". *Khaleej Times*. 5 February 2003.
- Habib, Osama. "Stock exchange yet to hit a real high". *The Daily Star*. Beirut. Accessed at <http://www.dailystar.com.lb/business>, 13 August 2003.
- Henry, Clement. "Challenges of global capital markets to information-shy regimes: the case of Tunisia". Occasional Paper No. 19 Abu Dhabi, Emirates Center for Strategic Studies and Research, 1998.
- International Centre for Trade and Sustainable Development and International Institute for Sustainable Development. *Doha Round Briefing Series: Developments Since the Fourth WTO Ministerial Conference*. Vol. 1, No. 3 of 13 (executive summary relating to trade in services). February 2003.
- The International Herald Tribune*. "EU adopts uniform rules for accounting standards". 30 September 2003.
- \_\_\_\_\_. "3 Accused of Improper Accounting at Dynegy". 13 June 2003.
- Istanbul Stock Exchange. Accessed at <http://www.ise.org/about/majordev.htm>, 31 July 2003.
- \_\_\_\_\_. "Internal recognitions and memberships". Accessed at <http://www.ise.org/about/recog.htm>. 1 August 2003.
- James, A.E. "Al Maha Petro divestment plan gains momentum". *Oman Observer*. Business News. 24 August 2003.
- Johnston, Cynthia. "Coalition wants to build new Iraqi stock exchange complex". *The Daily Star*. Beirut, 25 July 2003.
- Jordan Investment Trust Plc. (Jordinvest). "Saudi cabinet clears the way for a formal stock Market". *Weekly Review & Analysis*. Vol. III, No. 21. Amman, 22 June 2003.
- \_\_\_\_\_. "Weekly analysis: Will Arab stock markets maintain their upward trend in the second half of the year?" *Weekly Review & Analysis*. Vol. III, No. 23. Amman, 6 July 2003.
- The Jordan Times*. "Non-Jordanian ownership stands at 37.4 per cent of market value". Economy Section. 17 February 2003.
- Kaminsky, Graciela, and Sergio Schmukler. "Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization". Paper prepared for the World Bank in 2002. Accessed at <http://www.worldbank.org/research>.
- Kandeh, Adli shehadeh. "Impact of the GATS on the competitiveness of Qatari banks, 1995-2001". Doha, Qatar Central Bank, Economic Policies Department, 2002.
- Kapner, Suzanne. "Auditor at home in the spotlight". *The New York Times*. 3 March 2003.
- Kuala Lumpur Stock Exchange. "About us". Accessed at [www.klse.com.my/website/marketinfo/marketinfo.htm](http://www.klse.com.my/website/marketinfo/marketinfo.htm). 31 July 2003.
- Kuwait. Ministry of Finance. "Law No. 8 of 2001 regulating direct foreign capital investment in the State of Kuwait". Chapter 1, article 2. Accessed at <http://www.mof.gov.kw/lawno82001.doc>.
- \_\_\_\_\_. *Listing Requirements for Securities and Investment Funds*. Kuwait, Technical Bureau, 1993.

- Landon, T. "Wall Street's new rules off to shaky start". *The International Herald Tribune*. 22 May 2003.
- Lebanon Opportunities*. "Stuck market". Finance Section. April 2002.
- Levinson, Marc. *Guide to Financial Markets*. 3<sup>rd</sup> edition. Princeton, New Jersey, The Economist/Bloomberg Press, 2003.
- Limam, Imed. "Is long memory a property of thin stock markets? International evidence using Arab countries" (working paper). Kuwait, Arab planning Institute.
- London Stock Exchange. "About us". Accessed at <http://www.londonstockexchange.com>, 31 July 2003.
- McGuire, Greg. *Trade in Services: Market Access Opportunities and the Benefits of Liberalization for Developing Economies*. Policy Issues in International Trade and Commodities Study Series. No. 19. New York and Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 2002. United Nations publication, Sales No. E.02.II.D.9.
- Middle East Economic Digest*. Companies/Kuwait web page. Accessed at <http://www.meed.com>, 14 December 2001.
- Middle East Economic Survey*. "Arab stock exchange: UASE calls for integration". Vol. XLI, No. 29, 20 July 1998.
- Al-Mondhiry, Soliman. "The role of clearing and settlement in dealing with securities". Paper prepared for the annual conference of the Union of Arab Stock Exchanges and Securities Commissions, Damascus, 1-3 July 1996.
- Morgenson, Gretchen. "Quality of earnings: bubble lives on". *The International Herald Tribune*. 14 July 2003.
- \_\_\_\_\_. "Simple rules to keep analysts honest". *The New York Times*. 25 November 2002.
- Muscat Securities Market. Accessed at [http://www.msm.gov.om/html\\_pages/organise.htm](http://www.msm.gov.om/html_pages/organise.htm), 29 January 2003.
- Naser, Kamal. "Investment prospects in a sample of Arab stock exchanges". Occasional Paper No. 17. Abu Dhabi, Emirates Center for Strategic Studies and Research, 1998.
- New York Stock Exchange. Accessed at <http://www.nyse.com/listed>.
- Oman Observer*. "\$7.8 million OAB loan for Raysut Cement Co.". Business News. 24 August 2003. Accessed at <http://www.omanobserver.com>.
- Omet, Ghassan, Mohammad Khasawneh and Jamal Khasawneh. "Efficiency tests and volatility effects: evidence from the Jordanian stock market". *Applied Economics Letters*. Vol. 9, No. 12, October 2002.
- Perotti, Enrico, and Luc Laeven. "Confidence building in emerging stock markets" (working paper). Washington, D.C., World Bank, March 2002.
- Porter, Michael. "Being big without profit doesn't get you anywhere". *The International Herald Tribune*. 1 October 2002.
- Al-Qubaisi, Mohammad. Private interview with author. Abu Dhabi, 7 June 2003.
- \_\_\_\_\_. Private interview with author. Cairo, 11 March 2003.
- Root, Franklin. *International Trade and Investment*. 7<sup>th</sup> edition. Cincinnati, Ohio, South-Western College/West Publishing Co., January 1999.
-

- Al-Shamali, Ali, and Kenneth Wild. "Customer information exchange, ethical frameworks and gender in the Arab business world". Occasional Paper No. 46. Abu Dhabi, Emirates Center for Strategic Studies and Research, 2002.
- Sorsa, Piritta. *The GATS Agreement on Financial Services: A Modest Start to Multilateral Liberalization*. IMF Working Paper, No. WP/97/55. Washington, D.C., International Monetary Fund, 1997.
- South Asian Federation of Exchanges. Accessed at <http://www.safe-asia.org/aboutsafe.htm>, 31 July 2003.
- Stock Exchange of Thailand. Accessed at [http://www.set.or.th/en/about/set/history\\_pl.html](http://www.set.or.th/en/about/set/history_pl.html), 1 August 2003.
- \_\_\_\_\_. "How the market operates". Accessed at <http://www.set.or.th/en/about/how/how.html>, 1 August 2003.
- Tel Aviv Stock Exchange. "Dual listings". Table accessed at <http://www.tase.co.il>, 21 July 2003.
- Wellis, Stephen. "Price discovery and competitiveness of trading systems". Paper prepared for the Annual Meeting of the International Federation of Stock Exchanges (FIBV), Brisbane, 3 October 2000.
- Woodcraft, Clare. "Regional capital markets must reform to capture growth in indigenous capital". *Middle East Economic Survey*. Vol. XLV, No. 6, 11 February 2002. Accessed at <http://www.mees.com/update/v45n06/a45n06b01.htm>.
- World Economic Forum. "Family businesses: entrepreneurial management from one generation to the next". Summary of World Economic Forum Annual Meeting, 1 February 1999. Accessed at <http://www.wef.org>.
- World Federation of Exchanges. "A brief history". Members section. Accessed at <http://www.world-exchanges.org>, 6 August 2003.
- \_\_\_\_\_. "Equity market capitalization". Accessed at <http://www.world-exchanges.org/fibvforum/statistic>.
- World Trade Organization. "Bahrain: schedule of specific commitments". GATS/SC/97. Accessed at [http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm).
- \_\_\_\_\_. "The Doha Declaration explained". Accessed at [http://www.wto.org/english/tratop\\_e/dda\\_e/doha\\_explained\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop_e/dda_e/doha_explained_e.htm).
- \_\_\_\_\_. "Kuwait: schedule of specific commitments". GATS/SC/49. Accessed at [http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm).
- \_\_\_\_\_. "Qatar: schedule of specific commitments". GATS/SC/120. Accessed at [http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm).
- \_\_\_\_\_. "Trade in services—Egypt: schedule of specific commitments". GATS/SC/30. Accessed at [http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm).
- \_\_\_\_\_. "Trade in Services—the Hashemite Kingdom of Jordan: schedule of specific commitments". GATS/SC/128. Accessed at [http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm).
- \_\_\_\_\_. "Trade in services—Oman: schedule of specific commitments". GATS/SC/132. Accessed at [http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm).
- \_\_\_\_\_. "United Arab Emirates—General Agreement on Trade in Services: schedule of specific commitments". GATS/SC/121. Accessed at [http://www.wto.org/english/tratop-e/serv\\_commitments\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop-e/serv_commitments_e.htm).
- Al-Zoubi, M.M. "The Amman Financial Market: performance, recent trends and development". In *Arab Stock Markets: Recent Trends and Performance*. R. Dahel, ed. Kuwait, Arab Planning Institute, 2000.

