

آثار تحرير تجارة الخدمات المالية على الأسواق المالية في الدول العربية

الأستاذة/وصاف عتيقة^(*)، الأستاذة/بن طيبي دلال^(*)

الملخص:

تشمل الخدمات المالية من منظور الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (الجاتس) على كافة الخدمات ذات الطبيعة المالية والتي يتم إنتاجها والتداول بها من قبل منتجها أو المتاجرين بها في الدول الأعضاء، وهذا يعني خدمات التأمين وكافة النشاطات المرتبطة بها وكذلك الخدمات المصرفية والمجالات المالية الأخرى، ومما لاشك فيه فإن اتفاقية الجاتس الخاصة بالخدمات المالية سوف يكون لها انعكاسات إيجابية على تجارة الخدمات المالية ومن ثم على اقتصاديات العديد من دول العالم، وإن كانت معظم المزايا والاستفادة ستحظى بها الدول المتقدمة وبعض الدول النامية، وسوف يكون له أيضا انعكاسات سلبية على الدول النامية الأخرى، وسنحاول من خلال هذه المداخلة التطرق للأثار الإيجابية والسلبية المرتقبة على الأسواق المالية في الدول العربية من جراء تطبيق اتفاقية الجاتس، من خلال العناصر التالية:

أولاً: ماهية تحرير تجارة الخدمات المالية.

ثانياً: خصائص الأسواق المالية في الدول العربية.

ثالثاً: الأثار المحتملة على الأسواق المالية في الدول العربية.

رابعاً: آليات تأهيل القدرات التنافسية للأسواق المالية في الدول العربية.

الكلمات المفتاحية:

العولمة المالية، الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، الجاتس، التحرير،

الكفاءة، القصور، التطوير، الفعالية.

^(*) أستاذة مساعدة-صنف أ- قسم الاقتصاد جامعة محمد خيضر بسكرة

Résumé

Du point de vue de l'accord général sur le commerce de service (GATS), les services financiers comportent tous les services de nature financière produits ou échangés entre les pays membres. Cela signifie les services d'assurance et toutes les activités attachées, ainsi que les services bancaires et les autres domaines de finances.

L'accord du GATS aura, sans doute des retombés positifs sur le commerce des services financiers, et par conséquent sur les économies de plusieurs pays du monde, malgré que la plupart des avantages et les bénéfices seront de la part des pays avancés et quelques pays développés. Le reste des pays du monde vont supporter les retombés négatifs de l'accord, plus précisément

A travers cette intervention, nous allons essayer de discuter les effets positifs et négatifs de l'application du GATS prévus sur les marchés des pays arabes discussion portera sur les points suivants :

1. Signification de la libération du commerce des services financiers
2. Caractéristiques des marchés financiers des pays arabes
3. Effets probables sur les marchés financiers des pays arabes
4. Mécanismes de qualification des capacités concurrentielles des marchés financiers des pays arabes.

Mots clés :

Globalisation financière, GATS, Accord général sur le commerce des services, libération, Compétence, Développement, Efficacité, démerite.

مقدمة:

تشمل الخدمات المالية من منظور الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (الجاتس) على كافة الخدمات ذات الطبيعة المالية والتي يتم انتاجها والتداول بها من قبل منتجها أو المتاجرين بها في الدول الأعضاء، وهذا يعني خدمات التأمين وكافة النشاطات المرتبطة بها وكذلك الخدمات المصرفية والمجالات المالية الأخرى، ومما لاشك فيه فإن اتفاقية الجاتس الخاصة بالخدمات المالية سوف يكون لها انعكاسات إيجابية على تجارة الخدمات المالية ومن ثم على اقتصاديات العديد من دول العالم، وإن كانت معظم المزايا والاستفادة ستحظى بها الدول المتقدمة وبعض الدول النامية، وسوف يكون له أيضا انعكاسات سلبية على الدول النامية الأخرى.

وسنحاول من خلال هذه الورقة العلمية التطرق للأثار الإيجابية والسلبية المرتقبة على الأسواق المالية في الدول العربية من جراء تطبيق اتفاقية الجاتس، من خلال العناصر التالية:

أولاً: ماهية تحرير تجارة الخدمات المالية.

ثانياً: خصائص الأسواق المالية في الدول العربية.

ثالثاً: الأثار المحتملة على الأسواق المالية في الدول العربية.

رابعاً: إستراتيجية تطوير الأسواق المالية في الدول العربية.

أولاً: ماهية تحرير تجارة الخدمات المالية:

يقصد بتحرير التجارة الدولية في الخدمات المالية أن يتم تطبيق آليات متعددة الأطراف من أجل إتخاذ الإجراءات اللازمة لتسهيل وصول موردي الخدمات الأجانب إلى الأسواق المحلية، وخفض التمييز بينهم وبين الموردين المحليين^(١).

لقد كان من أسباب دخول الخدمات المالية في إطار مفاوضات جولة أروجواي (١٩٨٦-١٩٩٣) تحت مظلة الجاتس رغبة أمريكا وأوروبا في تحقيق مكاسب اقتصادية من وراء ذلك نظراً لأنها تمثل جزءاً كبيراً من التجارة العالمية، ونموها الكبير في الدول

الصناعية، والنظر إلى الكثير من الدول النامية الآن باعتبارها أسواق مالية كبيرة ومتوقعة.

«وقد أظهرت المفاوضات بشأن اتفاقية دولية متعددة الأطراف للخدمات المالية ضغوط الولايات المتحدة الأمريكية للنفاذ إلى أسواق اليابان ودول جنوب شرق آسيا، لاسيما كوريا الجنوبية، فضلا عن بعض دول أمريكا اللاتينية»^(٢).

وعلى الرغم من مقاومة الدول النامية في البداية لهذا التوجه وتخوفها من تأثيره على موردي الخدمات الوطنية وضعف قدرتها على المنافسة في الأسواق الدولية نتيجة انعدام الميزة النسبية لها في مجال الخدمات، فإنها تفاوضت بمجدارة وحسم في هذا الموضوع في نطاق جولة الأورجواي الأمر الذي أسهم في توصلها إلى اتفاقية (إنسمت بقدر كبير من التوازن بل من الانصاف لمتطلبات الدول النامية في هذا القطاع لقيامها على مبدأ التحرير التدريجي قطاع بقطاع) عرفت بالاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات «general agreement on trade in services GATS»، وقد شمل الاتفاق كمرحلة أولى قطاع النقل الجوي والبحري والخدمات المالية والاتصالات الساسية والاتصالات عن بعد وخدمات السياحة والتضييد والخدمات الاستشارية وخدمات الترفيه والتعليم ونشاط انتقال الأشخاص الطبيعيين، في انتظار مزيد من التحرير مستقبلاً.

١- نطاق تطبيق اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية:

إن اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية تعرف الخدمة المالية بأنها «تلك الخدمة ذات الطبيعة المالية التي يتم عرضها من «مقدم خدمة مالية» لدى دولة عضو في الاتفاقية، ويعرف «مقدم الخدمة المالية» على أنه شخص طبيعي أو اعتباري لدى العضو يرغب في أن يقدم فعلا خدمة مالية، ويتم عرض الخدمة وإتاحتها للأعضاء الآخرين، وقد حددت الاتفاقية أربعة أشكال لتوريد الخدمة: انتقال الخدمة عبر الحدود (الاتصالات) - انتقال مستخدمي الخدمة من إقليم دولة إلى دولة أخرى (السياحة) - التواجد التجاري (الخدمات المالية) - انتقال الأشخاص الطبيعيين (الخدمات الاستشارية).

١-١ الخدمات التي تشملها الاتفاقية:

على ذلك فإن الخدمات المصرفية والمالية التي تشملها الاتفاقية تتلخص فيما يلي:

١- التأمين والخدمات المرتبطة بالتأمين: وتتمثل في^(٣):

أ. التأمين المباشر وتضم: (١) التأمين على الحياة (٢) بقية فروع التأمين.
ب. إعادة التأمين.

ج. الخدمات المرتبطة بالتأمين كالخدمات الاستثمارية والإكتوارية وخدمات تقدير المخاطر وتسوية المستحقات.

٢- البنوك والخدمات المالية الأخرى: وتتمثل في^(٤):

أ. قبول الودائع والأموال بين الأفراد والجهات،

ب. الإقراض بكافة أشكاله بما فيه القروض الاستهلاكية، والائتمان العقاري والمساهمات وتمويل العمليات التجارية،

ج. التأجير التمويلي،

د. خدمات المدفوعات والتحويلات، بما فيها بطاقات الائتمان والخصم على الحسابات والشيكات السياحية والشيكات المصرفية،

هـ. خطابات الضمان والاعتمادات المستندية،

و. التجارة لحساب المؤسسة المالية، أو للغير في البورصات أو خارجها في الأدوات التالية (أدوات السوق النقدية، النقد الأجنبي، المشتقات المصرفية والمالية بأنواعها، أدوات سعر الفائدة وسعر الصرف مثل المبادلة والاتفاقات الآجلة، الأوراق المالية القابلة للتحويل، الأصول المالية الأخرى بما في ذلك السبائك)،

ز. الاشتراك في الإصدارات لكافة أنواع الأوراق المالية بما في ذلك الترويج والإصدار الخاص كوكيل، وتقديم الخدمات المختلفة بالإصدارات،

- ح. أعمال السمسرة في النقد ،
ط. إدارة الأموال مثل إدارة النقدية ومحافظ الأوراق المالية، وخدمات الإيداع وحفظ الأمانات،
ي. خدمات المقاصة والتسوية للأصول المالية، بما فيها الأوراق المالية والمشتقات والأدوات الأخرى القابلة للتفاوض،
ك. تقديم وإرسال المعلومات المالية وصيانة البيانات المالية وخدمات البرامج الجاهزة المرتبطة بها بواسطة مقدمي الخدمات المالية الأخرى ،
ل. تقديم الاستشارات والوساطة المالية والخدمات المالية المساعدة الأخرى وذلك لكافة الأنشطة سالفة الذكر ، وبما يشمل الخدمات المرجعية للمعلومات عن العملاء لأغراض الإقراض وتحليل الائتمان وإجراءات البحوث وتقديم المشورة الاستشارية وإدارة المحافظ للأوراق المالية، وتقديم الخدمات الاستشارية في مجال التملك وإعادة الهيكلة ووضع الاستراتيجيات للشركات والمؤسسات.
- وتبعا لمشتملات ملحق الخدمات المالية، يمكن تصنيف تلك الخدمات إلى ثلاث مجموعات وهي: الأعمال المصرفية الجارية، أعمال مصرفية استثمارية وخدمات التأمين، والخدمات المستبعدة من تغطية الاتفاقية هي تلك المورددة في إطار ممارسة السلطة الحكومية، ولكي تعتبر الخدمة من هذا القبيل ينبغي ألا يتم توريدها على أساس تجاري، أو بالتنافس مع واحد أو أكثر من موردي الخدمة.
- ١-٢ التزامات تحرير تجارة الخدمات المالية
- لقد وافقت الدول التي وقعت على اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية على جملة من الالتزامات أهمها^(٥):
- أ- فتح أسواقها أمام البنوك الأجنبية والشركات التي تتعامل بالأوراق المالية، وكذلك شركات التأمين بما يتيح لها تقديم خدماتها ومنتجاتها لعملاء الدولة المضيفة لها، بحيث تعمل جنباً إلى جنب مع الشركات والمؤسسات الوطنية.

ب- التزام الشركات المالية وشركات التأمين في دولة معينة بأن تباع خدماتها إلى عملاء في دول أخرى، بمعنى الوجود المالي لهذه الشركات في الدولة المضيفة ليس ضرورياً.

ج- الالتزام بالسماح للشركات والمؤسسات المالية المشتركة (رأسمال أجنبي، رأسمال وطني) بأن تزاوّل أعمالها في الدولة المضيفة.

وفي الحقيقة فإن فتح الأسواق أمام موردي الخدمات المصرفية والمالية الأجنبية في إطار اتفاقية الجاتس أصبح يمس سياسات الاستثمار في الدول المضيفة، إذ أنه يتصل بجزئية تحويل رأس المال الأجنبي بما في ذلك الأرباح وحرية تنقل وإقامة منشئي المؤسسات المالية والمصرفية الأجنبية وغيرها.

قدمت الدول العربية الأعضاء في اتفاقية الجاتس التزاماتها بشأن تحرير التجارة في بعض القطاعات الخدمية، ويلاحظ أن قطاع الخدمات المالية والسياحية كان أكثر القطاعات التي قدمت فيها معظم الدول العربية إلتزاماتها^(*).

٢- المبادئ والالتزامات في إطار اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية:

سنتناول في هذه النقطة المبادئ والإلتزامات التي تشملها الإتفاقية والمتمثلة فيما يلي:

٢-١- المبادئ والالتزامات العامة:

إن الإلتزامات العامة في اتفاقية الجاتس ذات تطبيق عام وتلتزم بها كافة الدول الأعضاء، وتنطبق في غالبيتها على كافة قطاعات الخدمات، ومعظم هذه الإلتزامات مستمدة من قواعد الجات مع مواءمتها بما يتماشى مع طبيعة التجارة في الخدمات، وتتلخص هذه الإلتزامات العامة في^(١):

١- تطبيق مبدأ الدولة الأولى بالرعاية.

٢- تحقيق الشفافية: من خلال نشر جميع القوانين والأنظمة ذات الصلة، وإنشاء نقاط استفسار لتوفير المعلومات والأنظمة المؤثرة في تجارة الخدمات، ويستثنى من هذا الإلتزام حماية المعلومات السرية.

- ٢- زيادة مشاركة الدول النامية في تجارة الخدمات.
- ٤- السماح باتفاقات التكامل الاقتصادي، وإتفاقات تكامل سوق العمل.
- ٥- إدارة وتنفيذ القواعد التنظيمية المحلّة بطريقة موضوعية محايدة.
- ٦- الاعتراف بالمؤهلات العلمية والخبرات المكتسبة والمؤهلات الأخرى لمقدمي الخدمات.
- ٧- تنظيم الاحتكارات والقضاء على الممارسات التجارية التقييدية.
- ٨- الإجراءات الطارئة للوقاية والدعم في مجال الخدمات.
- ٩- المدفوعات والتحويلات.
- ١٠- التحويلات الرأسمالية.
- ١١- القيود الخاصة بميزان المدفوعات.
- ١٢- الاستثناءات لحماية الآداب العامة والحفاظ على النظام العام.
- ٢-٢- الالتزامات المحددة:

وبالنسبة للالتزامات المحددة في مجال الخدمات المالية فهي تندرج ضمن جداول التزامات مرفقة ببروتوكول انضمام الدولة العضو، ويتم بيان التزامات الدول في قطاعات الخدمات المالية المحررة، وذلك بذكر أمام كل نوع من أنواع الخدمات المالية (التأمين والخدمات المرتبطة بها، البنوك والخدمات المالية الأخرى) القيود التي تضعها الدولة من حيث النفاذ إلى الأسواق والمعاملة الوطنية في الحدود الخاصة بكل منها كأن يذكر الحد الأقصى لمساهمة الأجانب في رؤوس الأموال مثلاً.

وينص الاتفاق على أنه يحق لأي دولة عضوا تطلب إجراء التعديلات على أي التزام أو الانسحاب منه في أي وقت بعد ثلاث سنوات تنقضي من تاريخ دخول الالتزام حيز التنفيذ، وتبلغ رغبة هذه الدولة بذلك إلى «مجلس تجارة الخدمات» خلال مهلة أقصاها ثلاثة أشهر قبل موعد تنفيذ التعديل أو الانسحاب منه، ويمكن أن يتم دفع التعويضات لهذه الدولة عند الأضرار التي تلحق بها جراء التعديلات أو الانسحاب وذلك بالاستناد إلى مبدأ الدولة الأولى بالرعاية، ويكرس الاتفاق في هذه

الحالة أن أي دولة عضو أخرى قد تجد نفسها متضررة من التعديلات، الانسحاب من التزام معين من قبل الدولة العضو الأولى بالرعاية. فإنه يحق لهذه الدولة الأخرى أن تجري تعديلات مماثلة أو انسحاب مماثل^(٧).

٣- جولات المفاوضات المتعلقة بتحرير تجارة الخدمات المالية:

استولت مفاوضات اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية على اهتمام كبير، وقد اكتسبت طابع المرونة الملائمة للدول النامية الأعضاء في سياق عملية تحرير الخدمات المالية. ولم تستطع الحكومات في نهاية جولة أوجواي ١٩٩٣ التوصل إلى اتفاق كامل حول جملة من الالتزامات الضرورية لفتح الأسواق في مجال الخدمات المالية، وقد كان بعض الأعضاء يرون أن الالتزامات في جداول عدد من الأعضاء لا يتيح الأساس المناسب لعقد المفاوضات إلا أنه في سبيل إنجاح عقد المفاوضات وافق الوزراء في اجتماع مراكش في أبريل ١٩٩٤ على أنه لا بد من استمرار متابعة المفاوضات، حول الالتزامات المالية «الخدمات المالية» بعد إبرام اتفاقية تنظيم التجارة الدولية والملحق الخاص بالخدمات المالية. وفقاً للمراحل التالية:

المرحلة الأولى: استمرت هذه الجولة من المفاوضات (١٥) شهراً وانتهت في ٣٠ يونيو ١٩٩٥، وقد كان من المقرر أن تنتهي هذه المفاوضات مع بداية يونيو ١٩٩٥. «لكن الولايات المتحدة هددت بالانسحاب خلال مفاوضات يونيو ١٩٩٥، بدعوى أن الالتزامات التي قدمتها العديد من الدول لا توفر انفتاحاً حقيقياً على الأسواق، واضطر مجلس التجارة في الخدمات التابع لمنظمة التجارة (OMC) للرضوخ لمطالب أمريكا وتمديد المفاوضات لمدة شهر حيث تم التوصل في نهايته (٢٦ يونيو ١٩٩٥) إلى اتفاق مؤقت يخضع للمراجعة مع نهاية ١٩٩٧، وذلك بعد أن إنضمت كل من كوريا الجنوبية واليابان إلى الدول الثلاثين الأخرى التي إنضمت بتحسين نفاذ الأجانب إلى أسواقها، وقد اتفق الأعضاء على أن الهدف من المفاوضات يجب أن يحقق الالتزام وعدم إلغاء أو سحب الالتزامات القائمة^(٨)، وعموماً فإن الإتفاقية التي تمخضت عن هذه المفاوضات في ٢٨ يونيو «قد سمحت بتحسين شروط الوصول إلى أسواق الخدمات المالية، من خلال التأكيد على مبدأ

المعاملة الوطنية، والتخفيف من الاستثناءات المتعلقة بمبدأ الدولة الأولى بالرعاية، وقد أعتبرت هذه الإتفاقية مجرد مرحلة وليست نهاية المفاوضات^(٩). وفي ٢٨ يونيو قام المجلس بمراجعة وإتمام الجداول القومية والإعفاءات المتداولة في دورة أوجواي ومن عدد ٣٢ عضو قاموا بتعديل التزاماتها نتيجة للمفاوضات، فإن ٢٩ منهم أبدوا القبول على البروتوكول الثاني من إتفاقية الجات وأن ٢٠ عضو قاموا بتحسين الالتزامات في مجال التأمين، ٢٤ عضوا في مجال الخدمات المصرفية و ١٧ عضو بتعديل خدمات التأمين و ٢٥ عضو في الخدمات المالية الأخرى، وقام ١٣ عضواً بمراجعة الإعفاءات المقررة في الخدمات المالية^(١٠).

المرحلة الثانية: وقد بدأت مفاوضات جديدة للخدمات المالية في إبريل ١٩٩٧م وقد سمح للدول التي تملك الجديد أو القدرة على التطوير، تغيير أو سحب التزاماتها في مجال الخدمات المالية، أو تبني استثناءات من مبدأ الدولة الأولى بالرعاية بتقديم مختلف هذه التعديلات خلال فترة امتدت من ١ نوفمبر حتى ديسمبر ١٩٩٧م، حيث قامت مجموعة من الدول بتغيير التزاماتها في إطار إتفاقية الخدمات المالية التي اعترف بها في ١٢ ديسمبر ١٩٩٧، والذي طرح للتصديق وموافقة الدول حتى ٢٩ يناير ١٩٩٩، وينبغي أن تدخل الالتزامات الجديدة حيز التنفيذ في مارس ١٩٩٩ كأقصى أجل، وقد تجاوز عدد الدول التي وقعت على التزامات في هذا القطاع ١٠٢ دولة عند بداية تنفيذ البروتوكول الخامس^(١١).

المرحلة الثالثة: كان مؤتمر سياتل ١٩٩٩ فرصة للاتفاق على العناصر الأساسية والإطار الخاص بالمفاوضات حول مزيد من التحرير في تجارة الخدمات إلا أنه لم يتم تحقيق تقدماً يذكر في ظل فشل المؤتمر الوزاري الثالث.

المرحلة الرابعة: تضمن إعلان الدوحة ٢٠٠١ ضرورة الاستمرار في تحرير قطاع الخدمات، مع مراعاة ظروف الدول النامية، وحث الدول المتقدمة على فتح أسواقها أمام إنتقال العمالة ونقل التكنولوجيا للدول النامية.

المرحلة الخامسة: أكد إعلان مؤتمر هونج كونج ٢٠٠٥ على أهمية نجاح المفاوضات حول تحرير التجارة في الخدمات بهدف تحقيق النمو الاقتصادي والتنمية

المستدامة لكافة الدول الأعضاء ، مع احترام حق الدول في تنظيم تجارة الخدمات لديها^(١٢).

وقد عرفت مفاوضات الخدمات تعثرا في بعض مراحلها مع عدم التقدم في مفاوضات الزراعة حيث ترى العديد من الدول الضغط في اتجاه تحرير قطاع الزراعة ، وربط ذلك بعدم تقديم التزامات في مجال الخدمات قبل تحقيق نتائج مرضية في مفاوضات الزراعة وغيرها من موضوعات المفاوضات باعتبار أن نتائج المفاوضات تعتبر حزمة واحدة^(١٣).

ثانياً: خصائص الأسواق المالية في الدول العربية:

إن عملية رصد الوضع الراهن لأسواق الأوراق المالية العربية يكشف عن وجود عدد من الخصائص الأساسية المشتركة التي تتميز بها ، فقد واجهت هذه الأسواق مجموعة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي اعترضت نموها وحدثت من كفاءة أدائها ، وإذا كان لكل سوق خصوصيته التي تشتق من ظروف نشأته ونمط تشريعاته ونظمه وهياكله ، فإن لهذه الأسواق قاسما مشتركا من الخصائص الرئيسية التي يمكن حصرها في العوامل التالية:

١ - ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية:

أ. ضعف الفرص المتاحة للتنويع:

تتسم جميع البورصات العربية - شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة - بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية ؛ وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار ؛ سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي ، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول ، كما أصبح سهم المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول^(١٤).

ب - قلة عدد الشركات المدرجة في السوق و محدودية أحجام التداول حيث إنها - الأسواق المالية العربية - تعاني من قلة عدد الشركات المدرجة في السوق وصغر حجم رؤوس أموال العديد منها ، والقدرة المالية العالية لعدد من كبار المتداولين ، الذي تتجاوز تداولات بعضهم في السوق رؤوس أموال عدد من الشركات المساهمة^(١٥) . وبلغ عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية خلال الربع الثاني من العام الحالي ١٥٣٩ شركة ، مقارنة مع ١٥٤٧ شركة بنهاية الربع الأول ، ومع ١٦١٣ شركة بنهاية الربع الثاني من العام السابق^(١٦) .

فسوق السندات لا يزال في مراحله الأولى ، حيث تعتمد الشركات في تمويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية وذلك رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات وعدم التزامها بقواعد الشفافية والإفصاح . ويتعلق الأمر كذلك في السندات التي تصدرها الحكومة ، فعلى الرغم من اعتماد الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة ، إلا أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق ، إذ يلاحظ أن معظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد ، حيث تحتفظ هذه المؤسسات بهذه السندات وتحول دون طرحها للتداول . وقد انعكس ذلك في ضالة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية .

كذلك ، فإنه وعلى الرغم من وجود أدوات جديدة في بعض الأسواق العربية ، كوحدات صناديق الاستثمار والتعامل الآجل وحقوق الإصدار ، إلا أن التداول في هذه الأدوات لم يرتق إلى المستوى المطلوب ، ومن جانب آخر ، يتمثل ضيق أسواق الأوراق المالية العربية بمحدودية أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق . وتعدى محدودية حجم التداول إلى امتلاك الحكومات ومؤسسات القطاع العام لجزء كبير من الأسهم المصدرة ، حيث تتجه هذه الفئات إلى الاحتفاظ بهذه الأسهم لفترات طويلة .

٢ - عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب (أو شركات) الوساطة:

ويرجع ذلك إلى قصور مسيرو البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي، وقد شكلت طبيعة المستثمر والثقافة الاستثمارية في هذه الأسواق عاملاً أساسياً في الارتفاع الكبير في الأسعار ومن ثم الانهيار الحاد مثل الذي ضرب الأسواق الخليجية في الآونة الأخيرة، إذ أن غالبية المستثمرين هم من المدخرين والمضاربين الذين كانوا يتخذون القرارات الاستثمارية معتمدين على الإشاعات وعلى بعض آليات التقييم الاستثماري التقني، من دون دراية بمقومات التحليل وتقنياته، والتقييم المالي الأساسي خصوصاً والصناعة المالية عموماً^(١٧).

ومن العوامل الأخرى التي أثرت سلباً على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية العربية عدم وجود أنظمة ذات كفاءة عالية للتسويات والمقاصة وللمحاسبة والتدقيق، وقواعد تحدد متطلبات الرقابة والإفصاح عن المعلومات.

٣ - قلة الخبرة:

تتميز الأسواق العربية بقلة الخبرة لدى المتعاملين فيها مقارنة بأسواق أوروبا وأمريكا التي يكون أكثر المتعاملين فيها من المؤسسات المالية، بينما ٧٠٪ من المتعاملين في السوق المصرية هم من الأفراد^(١٨).

٤ - التذبذب:

يعرف التذبذب بأنه التغيرات و التبدلات التي تحدث على مستوى العوائد في سوق الأوراق المالية، قد يتعلق بمعلومات جديدة، وأن ما يميز الأسواق الناشئة هو شدة التذبذب وعدم فعالية الأسعار، مما يعني مدى استيعاب المعلومات الجديدة في السوق^(١٩)، ويتوقع الخبراء دائماً انخفاض الأسواق العربية عند انخفاض الأسواق الأمريكية، فالأسواق الناشئة ومنها العربية، تتسم بالتذبذب بشكل أكبر من الأسواق الأمريكية والأوروبية لأن طبيعة الأسواق الناشئة تسجل ارتفاعاً أعلى وانخفاضاً أكثر^(٢٠).

٥ - ضعف مؤسسات أسواق رأس المال:

تعتبر أسواق رأس المال في البلدان العربية الأقل نمواً مقارنة بنظيراتها في الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها - كما أن تحرير أسواقها لاستقطاب الرساميل الأجنبية لم يتأتى إلا في العشرية الأخيرة من القرن العشرين^(٢١) - وهي مؤسسات متخصصة بهذه الصناعة المالية ولديها الموارد والدراية الكافية لتتخذ قرارات استثمارية، وهي في أسوأ الأحوال أصح وأكثر استمراراً من تلك التي يتخذها المستثمرون الأفراد، فيما يخضع صناع السوق بشكل كبير لضغوط الحكومات في مختلف الأنشطة الاقتصادية^(٢٢).

وقد أدى غياب المؤسسات المساندة، ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره في بعض الأسواق العربية إلى زيادة حدة التقلبات في أسعار الأسهم، وزيادة مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق. كما تفتقر الأسواق العربية إلى مؤسسات الحفظ والإيداع المركزي، وشركات التسوية والمقاصة، والتي من شأنها أن تقلل من مخاطر الإخفاق التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في السوق بالإضافة إلى زيادة سرعة تبادل الأوراق المالية بين المتعاملين، وانتفاء معظم أسواق الأوراق المالية العربية من وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية، والى شركات الترويج وضمان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضمان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة، وتلعب دوراً كبيراً في إنجاح عمليات الخصخصة وخاصة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

٦ - انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية:

وهو ما يتعلق جزئياً بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات، وجزئياً ما يتصل بضعف كفاءة أو خبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق، هذا فضلاً عن المحددات الرسمية لسقف «الفروقات السعرية» وذلك بغرض تجاوز أو تقليل ميول المضاربة لدى المستثمرين^(٢٣).

٧- محدودية دور السوق الأولي وصغر حجم السوق الثانوي:

على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدوداً بسبب هيمنة القطاع المصرفي على التمويل في هذه البلدان، أما على مستوى الأسواق الثانوية، تتسم بصغر حجمها وتدني القيمة السوقية للبورصات العربية وضعف حركة تداول الأوراق المالية على الرغم بنسب النمو المرتفعة في هذه المؤشرات لدى أغلب الدول العربية خاصة الخليجية منها^(٢٤).

ومن الأسباب الرئيسية التي أدت إلى ضعف الأسواق الأولية وعزوف الشركات عن طرح أسهمها للاكتتاب العام، محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالباً ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية، بالإضافة إلى رغبتهم في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات والتزامها بقواعد الشفافية والإفصاح ومعايير المحاسبة الدولية، ومن هذه الأسباب أيضاً غياب شركات الترويج وضممان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضممان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة إذا لم يتم تغطية هذه الأسهم عبر الاكتتابات العامة أو الخاصة، كذلك، فإن من هذه الأسباب غياب وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية، حيث أن وجود مثل هذه الوكالات، التي تقوم بتصنيف الملاءة الائتمانية للإصدارات، من شأنه أن يزيد من إقبال المستثمر على هذه الإصدارات نظراً لما توفر له من مساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

٨- قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية:

يرجع تدني الطلب على الأوراق المالية إلى منافسة القطاع العام لجمهور المدخرين على هذه الأوراق في ظل محدودية المعروض منها، وكذلك منافسة الأوراق المالية الحكومية في الحد من الطلب على الأوراق المالية للشركات، حيث تلزم الدول في بعض الأحيان المؤسسات المالية والمصرفية وشركات التأمين ومؤسسات الضمان الاجتماعي بمحاذاة نسب معينة من هذه الأوراق.

٩- ضآلة حجم تدفقات المحافظ الأآنبية:

هو تدني حجم الاستثمارات الأآنبية في الأسواق المالية العربية التي لم تكن مصدر جذب بصناديق الاستثمار العالمية، وذلك كونها أسواق حديثة نسبيا، كما وأن بعضها (الأسواق المالية لدول الخليج مثلا) لا تسمح للمستثمرين الأآانب بشراء الأسهم والسندات فيها، إضافة إلى أنها تفتقر إلى التنوع والعمق المطلوبين مما يؤثر على العائد على الاستثمار في تلك الأسواق^(٢٥).

١٠- أنشطة الوساطة:

شهد نشاط الوساطة في أسواق الأوراق المالية العربية تطورا ملحوظا خلال السنوات الماضية، لما تلعبه هذه المؤسسات من دور حيوي في أداء وكفاءة الأسواق المالية نظرا للخدمات التي تقدمها للمتعاملين في الأسواق المالية، إلا أن هذا النشاط اقتصر في كثير من الأسواق العربية على أعمال الوساطة بالعمولة وعلى تنظيم عمليات الاكتتاب في الإصدارات الجديدة في البعض الآخر منه فمن جهة لم تقم هذه الشركات بدور نشط لعمليات السوق الأولي المتمثلة في تسويق وتوزيع وتغطية وإدارة الإصدارات الأولية، إضافة إلى عدم قيامها بتقديم الاستشارات للمستثمرين. ومن جهة أخرى لم تقم هذه الشركات بدورها في تحقيق آلية السوق وخلق حالة توازن مستمر بين عرض الأوراق المالية والطلب عليها^(٢٦).

١١- دقة الإفصاح وتدفق المعلومات:

تعد المعلومات روح الأسواق المالية والمصدر الرئيس لاتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء، والاستمرارية في تدفقها وتوقيت نشرها وصحتها ودقتها وصدقيتها هي الأساس في كفاية الأسواق المالية^(٢٧).

وتعاني الأسواق المالية العربية من غياب النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على غياب هذه النصوص ضعف الرقابة على الشركات

المساهمة، وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، ومن شأن هذا أن يزيد من احتمالات تعريض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم، ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عن ولوجه^(٢٨).

١٢ - ارتفاع درجة تركيز التداول:

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعاني كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لها ارتفاع درجة التركيز هما:

أ- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

ب - انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سيما أسهم شركات القطاع العام^(٢٩).

وفيما يتعلق بأحجام التداول في الأسواق المالية العربية خلال الربع الثاني من عام ٢٠٠٨م، لقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة نحو ٣٠٧٢٩ مليار دولار أمريكي، أي بنسبة ارتفاع بلغت نحو ٩٨ في المائة، مقارنة مع قيمة تداولات الربع المماثل من العام السابق، وانخفاض بنحو ١٢١ في المائة، مقارنة مع تداولات الربع السابق.

وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت، وسوق الدوحة، وبورصتي القاهرة والإسكندرية، وسوقي الإمارات ما نسبته ٩٣٧٪ من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، حيث بلغت حصة سوق الأسهم السعودي وحدها ٥٠٪.

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة، فقد ارتفع خلال الربع الثاني من العام الحالي بنسبة ٥٨٪ عن مستواه خلال الربع الثاني من العام الماضي. أما مقارنة مع الربع السابق، فلقد انخفض عدد الأسهم المتداولة بنحو ٤٥٪. وتجدر الإشارة إلى نحو ٩٣٦٪ من إجمالي عدد الأسهم المتداولة تم تداولها في خمسة أسواق فقط

هي سوق الأسهم السعودي، وسوق دبي المالي، وسوق أبوظبي للأوراق المالية، وسوق الكويت للأوراق المالية، وبورصتي القاهرة والإسكندرية^(٢٠).

١٣ - التقلبات الشديدة في الأسعار:

من الخصائص الأساسية التي تميز بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزى ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية بالتالي^(٢١)، كما يحدث تضخم في أسعار الأسهم أكثر من المفترض في الأحوال الطبيعية، لتتجاوز القيمة السوقية لمعظم الأسهم، قيمتها الجوهرية أضعافاً مضاعفة عتيقة كلما تدفقت الأموال إلى الأسواق المالية في فترة قصيرة نسبياً وبكميات كبيرة، بحيث لا تعط الفرصة لأصحاب الاستثمارات لتطوير أعمالهم وتوفير فرص استثمارية حقيقية وجديدة لتحقيق عائدات تتناسب مع أسعار الأسهم وتوقعات المستثمرين، وهذا ما يتحقق عادة على المديين المتوسط أو الطويل^(٢٢).

١٤ - سيطرة المضاربة:

تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية العربية حيث تبحث كافة المعاملات عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار خاصة في مجال أسهم الشركات، وكثيراً ما يقع مشترو الأسهم ضحايا لما يعرف بالشركات الوهمية نتيجة تداول أسهم شركات لم تنته بعد إجراءات تأسيسها^(٢٣).

ثالثاً: الآثار المحتملة على الأسواق المالية في الدول العربية:

تتميز الأسواق المالية في البلدان العربية بانخفاض طاقاتها الاستيعابية وعدم الإتساع وعدم العمق مما يعني عدم توافر دعائم السوق الكفء لرأس المال^(*)، وعلى

ذلك فإنه من المرتقب أن تترك اتفاقية تحرير الخدمات المالية الآثار التالية على هذه الأسواق.

١- الآثار الايجابية المحتملة من تحرير تجارة الخدمات المالية على الأسواق المالية في الدول العربية:

١-١ زيادة كفاءة وفعالية الأسواق المالية المحلية:

من المرتقب أن تزداد درجة كفاءة وفعالية أسواق المال العربية مستقبلاً، مع تدرج تحرير الخدمات المالية على المستوى العالمي وانفتاح الأسواق على بعضها البعض مما يسمح بدخول المنافسة الأجنبية إلى الأسواق المحلية وبالتالي تصبح حركة هذه الأسواق خاضعة للتفاعل الحريين الطلب والعرض على الخدمات المالية، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تحرير السعر التوازني لهذه الخدمات، بما يكفل جذب المستثمرين المحليين والأجانب وهذا أفضل من تدخل الحكومات في تلك الأسواق وتأثيرها المباشر أو غير المباشر على الأسعار التي تصبح مشوهة وغير حقيقية في كثير من الأحيان.

هذا وترتبط كفاءة وفعالية الأسواق المالية بشكل مباشر بدرجة الإفصاح المالي (الشفافية) على أعمال المؤسسات التي تؤدي خدمات مالية للعملاء والمستثمرين، ويتيح هذا الإفصاح توفير كافة المعلومات حول القوانين والتشريعات ومبادئ الرقابة والتوجيهات الإدارية المتعلقة بالخدمات المالية وهذه الإحاطة المعلوماتية من شأنها أن تلعب دوراً محورياً في مواكبة حركة التقنية المالية ونظم الجودة الشاملة والمتكاملة للارتقاء بنوعية الخدمات المالية في الوطن العربي وكذلك أدوات وأساليب توفير هذه الخدمات ومما لاشك فيه أن تعزيز الإفصاح المالي من المؤسسات والخدمات في الدول العربية يعتبر أحد أهم العناصر الأساسية لجذب الاستثمارات الخارجية إلى الميدان المالي ومن ثم توزيعه على المشروعات التنموية في الوطن العربي^(٣٤).

١-٢ نشيط سوق الأوراق المالية^(٣٥):

من الممكن أن يؤدي تحرير الخدمات المالية إلى زيادة منتجات هذه الخدمات ، فتوسيع القطاع المصرفي بمكوينه المحلي والأجنبي سوف يؤدي إلى زيادة خدمات إدارة المحافظ المالية ، وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية بما يدفع إلى زيادة تعبئة المدخرات نظرا لزيادة الطلب على الأسهم والسندات من ناحية وتأسيس صناديق الاستثمار المحلية والأجنبية من ناحية أخرى، ومن ثم يخلق هذا المناخ أثراً مباشراً على الإنتاج المحلي والقطاع السلعي وينعكس بالضرورة على الميزان التجاري .

وعادة ما يؤدي تنشيط سوق التداول إلى تنشيط سوق الإصدار الأولي وإعادة تخصيص رؤوس الأموال المستثمرة على النحو الأفضل ، فالحركة الطبيعية الرشيدة في سوق التداول هي التي تحدد مدى الثقة في الأداء الفعلي للشركات الاستثمارية المصدرة للأوراق ، وهي تبرز الوزن الحقيقي لها وهذا ما ينعكس بالتالي على قدرتها في مزيد من الاستثمار والتوسع وبالتالي القيام بإصدارات جديدة بقيم إسمية جديدة ، وعلى العكس من ذلك فإن الشركات التي لم تحقق نجاحاً تميل إلى تقييد حساباتها لتحسين الأداء قبل أن تضطرها الظروف إلى التصفية .

ومما لا شك فيه أن تحقق كفاءة السوق المالية بهذا المعنى من خلال إمكانية تحرير تجارة الخدمات المالية في المساهمة في زيادة الطلب على أوراقها ، سوف ينعكس على حركة الاستثمار والإنتاج في الدول النامية المضيئة .

١-٣ تنويع وتطوير الأدوات المالية:

من المتوقع أن يؤدي دخول سماسرة ووسطاء ماليين جدد في الأسواق المالية العربية إلى رفع مستوى نوعية الخدمات المالية المقدمة ، كما أنه يحتمل أن تتداول أدوات مالية جديدة على السوق المالية العربية ، كالمشتقات المالية المختلفة (العقود المستقبلية ، عقود الخيار ، العقود الآجلة ، المبادلات) ، التي قد يؤدي تداولها عادة إلى التقليل من المخاطر لكن وجود هذا النوع من الأوراق المالية في الأسواق العربية يزيد من احتمالات حدوث عمليات مضاربة ، باعتبارها الأدوات المثلى لتحقيق هذا النوع من العمليات .

١-٤ من وجهة النظر المتفائلة

فإن تحرير أنشطة الأسواق المالية بالتدرج سوف يعود بالنفع على أسواق المال الناشئة، سواء من حيث تأثير أنشطة مال الشركات المالية العالمية، التي لا يمكن تحقيق التنافس معها في الأجل القصير، والتي تزاوُل أنشطة لازمة لكتمال البنية لسوق الأوراق المالية وتمتع بتكنولوجيا متطورة، وكفاءة عالية في التنظيم والإدارة والتمويل، كما أن السوق المالية الجزائرية يمكن أن تستفيد من خلال إمكانية الحصول على جميع المعلومات عن أنشطة وأسواق الخدمات والقوانين المحلية والإجراءات التي تنظمها الدول المتقدمة عن طريق نقاط الإستعلام، والحصول على التكنولوجيا المتطورة اللازمة لتطوير كفاءة أنشطة الخدمات وزيادتها على أساس تجاري^(٣٦).

١-٥ الحد من نمو الديون الخارجية:

تسهل للدول النامية الوصول إلى أسواق المال العالمية، مما يؤدي إلى تقليل الميل إلى الاستدانة الخارجية، فمع نمو التدفقات الرأسمالية الخاصة والمتمثلة في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمار في المحافظ المالية يستمر الاتجاه في الابتعاد عن القروض المصرفية والقروض الحكومية من جانب الدولة، وهو أمر يساعد على التحرك نحو الحد من نمو الديون الخارجية ونمو عبئها^{٣٧}.

٢- الآثار السلبية المحتملة من تحرير تجارة الخدمات المالية على الأسواق المالية في الدول العربية:

١-٢ تعتبر الممارسات الحكومية غير الرشيدة في النظام المالي مثل الملكية العامة الواسعة للمؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية أحد العوامل التي تعرقل نمو رسملة الأسواق وتنمية أسواق الأسهم، وكذلك يقلل وجود أسقف لمعدلات الفائدة من درجة فعالية الوساطة المالية ويضعف الإشارات التي تشجع على الاستثمار المربح، في حين أن القيود التي تفرض على عمليات الأسواق المالية تحول

دون تنميتها التامة وهو ما تفعله المعايير غير الكافية للإفصاح عن المعلومات، مما يؤدي أيضا على زيادة مخاطر هذه الأسواق.

٢-٢ يشجع إلغاء الرقابة على الصرف وحركة الأموال عبر الحدود وفتح الأسواق المالية أمام الأجانب، وجود قنوات جديدة لدخول الأموال القذرة (غسيل الأموال)، بالإضافة إلى التخوف من تحويل مدخرات الدول النامية إلى الدول المتقدمة في شكل استثمارات، أو تحويلات للخارج بحثا عن معدلات الفائدة المرتفعة، بدلا من تدفق رؤوس الأموال من الدول المتقدمة إلى الدول النامية بهدف تحقيق تنمية شاملة في هذه الدول^(٣٨).

٢-٣ الزيادة غير المبررة في المعاملات المالية:

«إن التحرير في أسواق المال بما يعنيه من حرية ممارسة الأنشطة المتعلقة بأسواق المال من اكتتاب وسمسرة، وتجارة أوراق مالية وتسوية وتخليص، وصناديق الاستثمار، يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع غير مبرر في المعاملات المالية في بعض الدول العربية بحيث لا تعكس الحجم الحقيقي للأنشطة الاقتصادية، فالتواجد الأجنبي الكثيف في أسواق المال سيؤدي إلى تنشيط غير واقعي يترتب عليه رفع الأسعار في الأسواق المحلية من جانب، ومن الجانب الآخر فإن تكلفة تسجيل الأسهم العربية في البورصات الخارجية سيتم بتكلفة عالية في أسواق هذه الدول»^(٣٩).

٢-٤ قد تتدفق كميات كبيرة من رأس المال بحثا عن أعلى عائد، وهنا تفقد السلطة النقدية سيطرتها مما قد يؤدي إلى حدوث التضخم وتغير معدلات الفائدة الحقيقية، ومن ثم فإن قدرة البلد على استخدام السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف لتحقيق أهداف معينة للاقتصاد الكلي ستصبح مقيدة بزيادة حركة رأس المال^(٤٠).

٢-٥ أكدت الأزمة المالية الحالية ما سبق أن كشفت عنه الأزمة الآسيوية، وهو سرعة انتقال الأزمات الاقتصادية في ظل النظام الرأسمالي والمالي العالمي الراهن، وأن ما يقال عن الاستقرار الاقتصادي في ظل هذا النظام أمر يفتقر كثيرا إلى الواقعية، نتيجة تحرير الأسواق المالية وزيادة درجة ارتباطها وتأثيراتها المتبادلة.

رابعاً: إستراتيجية تطوير الأسواق المالية في الدول العربية:

إن تطوير وتنشيط الأسواق المالية العربية سيساعدها على أن تلعب دوراً أساسياً في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية كفاءة، وفي جذب رؤوس الأموال المهاجرة، وزيادة معدل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للمنطقة العربية، وبالرغم من أن الأسواق المالية العربية قد حققت خلال الأعوام القليلة الماضية نتائج مشجعة جداً وأن الأجهزة المصرفية في الأقطار العربية تمكنت من تقوية قاعدتها الرأسمالية، إلا أنه ومع ذلك لا تزال في مراحلها الأولى بالمقارنة مع الأسواق المالية المتقدمة (وهي الدول التي تمتلك أسواق متطورة لرأس المال بالنسبة لأحجامها والمجالات الاستثمارية التي توفرها)، ولتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية والارتقاء بها إلى مستوى السوق الكفاءة يجب اتخاذ إجراءات عديدة منها ما يلي:

١ - تنويع وتعميق فرص الاستثمار في الأسواق المالية العربية وتطوير أدائها الاقتصادي:

لا بد من خلق بيئة اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية لحشد المدخرات، بما يؤهلها لاستقبال الاستثمارات الأجنبية التي تعود عليها بآثار إيجابية، والحث على الاستثمار في شركات المساهمة بما يحفز المستثمرين على اللجوء للاستثمار في أسهم هذه الشركات ويشجع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وقد يكون هذا التشجيع من خلال إعطاء مزايا وإعفاءات ضريبية على عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة، أو من خلال تبسيط الإجراءات الخاصة بتحويل عوائد الأسهم إلى الخارج، وإصلاح صناديق التقاعد، وتعديل الأنظمة الضريبية، بما يحقق إزالة الحواجز المالية التي تفرق في المعاملة الضريبية بين الأسهم من جهة، وأدوات الدين الأخرى من جهة أخرى^(٤١).

وتسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الاقتصاد القومي، وذلك بمنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية، وضمان توزيع

أسهمها - بعد الاطمئنان إلى قيامها ونجاحها - على عدد أكبر من المدخرين الأفراد ، ووضع حدود قصوى للملكية وأيضا وضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشركات المساهمة إلى ملكية محدودة .

٢ - وضع ضوابط للتدفقات الرأسمالية:

إن مواجهة تحديات العولمة المالية تتطلب وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق ، وضوابط تحكومية تفرضها المصلحة العامة ، حتى لا تتحول البورصة لدى تغير التعاملات فيها إلى مسرح للمضاربات ؛ وتبتعد عن الدور المنشود لها كألية لتمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسعات في المشاريع القائمة^{٤٢} ، كذلك من الضروري أن تحقق استقرارا في السياسات الاقتصادية الكلية ، مما يعزز الثقة التي تشجع الاستثمار المحلي وتزيد من تدفق رأس المال الأجنبي إلى الداخل ، والاستفادة من الثروة المعلوماتية الحديثة ونقل التكنولوجيا والمهارات المتوفرة في المصارف الأجنبية ، وبالتالي الدخول بحرية أكبر إلى أسواق جميع الدول الأعضاء في منظمة التجارة العالمية في حالة ما إذا كانت لديها خدمات منافسة تستطيع تقديمها في هذه الأسواق^{٤٣} ، وتوسيع استخدام شبكة الانترنت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي بما يضمن وصول المعلومات في الوقت المناسب للمتعاملين في السوق ، عبر نشر تقارير دورية تخص نشاط السوق ، وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محليا ودوليا في المجال الاقتصادي والمالي^{٤٤} .

٣ - تعزيز المنافسة في الأسواق المحلية:

ومن شأنها أن تؤدي إلى تحسين الأداء ، وتخفيض التكاليف ، والعمل على الاستفادة من الهيئات الإقليمية والدولية فيما يتعلق بالدعم الفني والمادي ، فتح البورصات العربية للتوظيفات البنينة ، من خلال تسهيل تداول القيم بين البلدان العربية لاستيعاب الأموال الضخمة التي تتوفر عليها هذه الدول^{٤٥} .

واتخذت السلطات السعودية قرارات وإجراءات ذات فعالية مهمة للسيطرة على مجريات الأمور في سوق المال السعودي ، وأدت التغيرات التي جرت على

مستوى الإدارة المختصة في السوق وعمليات تجزئة الأسهم وإجراءات تنظيم سوق المال على أسس مهنية ومتوافقة بما هو جار في الأسواق المالية المتقدمة، إلى عودة الروح إلى سوق المال وتعزيز إمكانات انتعاشه. ولا بد أن تحذو الإدارات المختصة في البلدان الخليجية الأخرى باتجاه اعتماد عمليات إصلاح واسعة تؤدي إلى قيام هيئات سوق المال وتحرير البورصات من التدخلات الحكومية وتعمل على تحسين المهنية في إدارتها^(٤٦).

٤- تحقيق درجة أعلى من الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية وفتحها للتداول الإقليمي:

كخطوة أولى يجب توحيد أسواق المال الثانوية العربية، وفتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين العرب من خلال شراء الأسهم، أما الخطوة الثانية فتشمل فتح الأسواق العربية أمام التكتلات المالية (المصارف، شركات التأمين، شركات المساهمة الكبيرة) للمساهمة في الشركات العربية، بما يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال العربية، و يكون عبر تشجيع الإدراج المتبادل، وإتاحة المجال للوساطة المالية عبر الحدود وتنفيذ عمليات التسوية العائدة لها من خلال مؤسسات إقليمية^(٤٧).

كما يتعين الإسراع بتحرير التعامل المصرفي والمالي عبر حدود الدول العربية كشرط مسبق لخلق سوق رأسمالية عربية حقيقية، فضلاً عن منح حق التواجد التجاري على أساس المعاملة بالمثل، وتسهيل إجراءات الاستثمار المتعلقة بهذا التواجد، وإنشاء ربط بين أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، من خلال تبادل طرح وتسجيل الشركات المساهمة العامة فيما بينها، والسماح لمواطني الدول العربية بتملك الأوراق المالية المطروحة في الأسواق العربية.

إن مواجهة مشكلة صغر حجم البورصات يحتاج إلى حزمة من الحلول تتضمن معالجة صغر متوسط رأس المال السوقي بوضع حد أدنى للحجم كشرط لقيود

الشركات في البورصة؛ كما يمكن مواجهته بالدعوة لإدماج الشركات الصغيرة وفتح الشركات المغلقة العائلية.

أما مواجهة مشكلة انخفاض عدد الأسهم الجيدة، فيمكن معالجته من خلال الإسراع بربط الأسواق العربية وفتحها للتداول الإقليمي، الأمر الذي سيساعد بدوره على نموها، وجذب المستثمر الإستراتيجي الذي لديه القدرة على تحسين أداء الشركة إذا تمكن من حيازة حصة ملائمة من رأسمال الشركة، وهذا في ظل حاجة البورصات العربية للتكامل والتنسيق بغرض توسيع نطاق أسواق المال (الأوراق المالية والعملات والأسواق النقدية)، لذلك يجب توفير آليات جديدة لربط البورصات العربية بشبكة للمعلومات المالية تساعد المستثمرين والمقترضين والوسطاء الماليين على اتخاذ قرارات تداول الأوراق المالية بكفاءة عالية^(٤٨).

إن من شأن كل ذلك أن يساعد على رفع مستوى المنافسة الإقليمية فيما بين الدول العربية، والاستعداد لمواجهة المنافسة العالمية، الأكثر حدة. كما أن الدول العربية التي تكتسب القدرة التصديرية للخدمات المصرفية والمالية من خلال المنافسة الإقليمية، ستتمكن أيضاً من الاستفادة من فرص انفتاح الأسواق المصرفية في الدول المتقدمة والدول النامية الأعضاء في منظمة التجارة العالمية. ٥- تحسين مستوى الشفافية المالية ودرجة الإفصاح المالي واعتماد المعايير الدولية المقبولة عند نشر الإحصاءات والبيانات:

لقد أقرت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال عدداً من المبادئ بخصوص موضوع الإفصاح تنص على «الإفصاح الكامل والدقيق، وفي المواقيت المناسبة، عن المعلومات المالية ونتائج الأعمال والمعلومات الأخرى اللازمة للمستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري، إضافة إلى حصول مالكي الأوراق المالية أو مساهمي الشركات على معاملة عادلة ومتساوية، خصوصاً في ما يتعلق بالحق في الحصول على البيانات والمعلومات وحتى لا تستغل المعلومات الداخلية لمصلحة فئة على حساب الأخرى، إضافة إلى إعداد البيانات المالية وتدقيقها طبقاً للمعايير المحاسبية والمراجعة المقبولة دولياً»^(٤٩).

٦- خصخصة المؤسسات العمومية:

تشجيع الاستثمارات المحلية والأجنبية عبر توفير مناخ استثماري جاذب لها، سواء كانت على شكل استثمارات حافزة أو استثمارات أجنبية مباشرة . ويتصل بهذه الأمور الدور الكبير الذي يمكن للخصخصة أن تلعبه في توسيع وتحفيز نشاط أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، التي لا تزال تتصف بالضيق الكبير، وذلك من خلال توفير العرض من الأسهم بما يسهم في حشد المدخرات المحلية منها والأجنبية لتوفير التمويل بأجال طويلة تتفق مع احتياجات القطاعات الإنتاجية^(٥٠).

٧- رفع درجة الوعي الاستثماري لدى الجماهير:

لابد من العمل المستمر على تعميق الوعي الاستثماري الواعي الادخاري والوظيفي خاصة لدى صغار المدخرين، وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار في الأوراق المالية، وهذا يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي بمختلف وسائل التوعية والاتصال، وهذا ربما يكون البداية الصحيحة في اتجاه تشجيع وتنمية البورصات وتعميق وتنمية البورصات البداية الصحيحة في اتجاه تشجيع وتنمية البورصات، حتى يصبحوا مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي^(٥١).

٨- دعم تطوير الهياكل المؤسسية للأسواق:

خاصة ما تعلق بجانب الوساطة المالية، وإتاحة الفرصة للمصارف للقيام بذلك الدور، بالاعتماد على ما يتوفر لديها من موارد وكفاءات فنية وشبكات فروع واسعة. كما يتطلب الأمر تطوير الكفاءات الفنية الأخرى المؤهلة في المجالات المالية والمحاسبية والقانونية المتعلقة بعمل هذه الأسواق، علاوة على دعم الهيكل التنظيمي للمؤسسات المالية والمصرفية وهذا ما يسمح لها من الابتكار بتوفير الأدوات المالية الجديدة والمبتكرات، بما فيها المشتقات المالية المختلفة بما يتناسب واحتياجات المستثمرين مثل: صناديق الاستثمار، والسندات القابلة للتحويل، وغيرها^(٥٢).

كما لا بد من تنظيم نشاط السمسرة ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها؛ وهذا يتطلب تنظيم دورات تدريبية لرفع مستوى أداء هؤلاء مهنيين؛ ولعل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنويع اختصاصاتهم كإدارة المحافظ الاستثمارية.

خاتمة:

من المتوقع أن يؤدي التزام الدول العربية بتطبيق اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية إلى حدوث آثار على القطاع المالي لهذه الدول بما في ذلك الأسواق المالية، ويوجد في هذا المجال اتجاهين مختلفين:

الاتجاه المتفائل الذي يرى أن هذه الآثار ستكون إيجابية، وأن المؤسسات المالية العربية قادرة على رفع التحدي والحفاظ على مكانتها في السوق وتطويرها، بينما يذهب أنصار الاتجاه المتشائم إلى الاعتقاد أن هذه الاتفاقية تعتبر فرصة ذهبية للشركات المالية الدولية لفرض سيطرتها على الأسواق المالية العربية، وفرض نفوذها فيها وتوجيهها توجيهاً يؤثر على السيادة المالية والنقدية العربية.

ومهما كانت طبيعة الآثار التي ستركها الاتفاقية، فإن البلدان العربية مدعوة لرفع كفاءة قطاعها المالي وتطوير تجارة خدماتها المالية للاستفادة من الوفرة المالية الحالية، وحتى تجني الدول العربية ثمار التحرير يجب أن تضع أهدافها ومصالحها في المقام الأول بشكل يساعد على تحقيق النمو بها، ومن ثم فإن عليها أن تراعي عدة اعتبارات لتحرير تجارة الخدمات لعل أهمها:

١- على الدول العربية أن تفهم قواعد الجاتس فهماً جيداً لتوجيهها لتحقيق مصالحها وأهدافها.

٢- إن مجرد تحرير التجارة في الخدمات في ظل وجود شركاء تجاريين غير متكافئين سيوجه أساساً في صالح الدول المتقدمة في ظل الأداء الضعيف لصادرات الدول العربية من الخدمات.

٣- على الدول العربية ألا تتسرع في فتح كل قطاعاتها الخدمية دفعة واحدة، وأن تستفيد من مبدأ التحرير التدريجي وفقا لما يحقق مصالحها ويمنحها الوقت الكافي لزيادة تنافسية صادراتها الخدمية.

٤- على الدول العربية تبني سياسة الحد الأدنى عند منح التزاماتها، وعليها عند اختيار القطاعات التي تسمح باستيراد الخدمات فيها، عدم المساس بموردي الخدمات المحليين، وذلك بالتأكد مما يتمتعون به من كفاءة وميزة نسبية تمكنهم من الوقوف أمام المنافسة الأجنبية.



المراجع والإحالات:

- (١) محمد حسني علي زغلة، «أثر تحرير التجارة الدولية في الخدمات المالية على النمو الاقتصادي في الدول النامية مع إشارة خاصة لمصر»، مذكرة ماجستير في اقتصاديات التجارة الخارجية، جامعة حلوان كلية التجارة وإدارة الأعمال، ٢٠٠٤، ص ١٣.
- (٢) سلوى العنيتري، «الاتجاهات الحالية للصناعة المصرفية في إطار التقسيم الدولي الجديد للعمل»، قضايا التنمية (مركز دراسات وبحوث الدول النامية، القاهرة، العدد ١٢، ١٩٩٨)، ص ٦١.
- (٣) عبد الرحمن صبري، «أثر إتفاقية الجات على القطاع المالي (المصارف - التأمين - أسواق المال)»، ورقة بحث مقدمة ضمن أشغال اجتماع الخبراء العرب لدراسة أثر إتفاقية الجات على الاقتصاديات العربية، (القاهرة: ٤-٩ جويلية ١٩٩٤)، ص ٥.
- (٤) عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الإسكندرية: الدار الجامعية، ٢٠٠٠، ص ١٢١.
- (٥) عبد الرحمن صبري، مرجع سابق، ص ٧.
- (*) لمزيد من التفصيل راجع في ذلك: محسن هلال، مفاوضات التجارة في الخدمات برنامج عمل الدوحة، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العربي الثاني بعنوان: التوجهات المستقبلية لمنظمة التجارة العالمية: الفرص والتحديات أمام الدول العربية، مرجع ساق، ص ٢٤٩-٢٩٠.
- (٦) نبيل بدر الدين، «تحرير التجارة في الخدمات»، ورقة عمل مقدمه ضمن المؤتمر العربي الثاني بعنوان: التوجهات المستقبلية لمنظمة التجارة العالمية: الفرص والتحديات أمام الدول العربية، مسقط، مارس ٢٠٠٧، ص ١٦٩.
- (٧) عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٢٢.
- (٨) المرجع السابق، ص ٦٢.
- (9) Michel Rwneli; l'organisation mondial du commerce (alger: casbah édition ;1999); p.98.

- (١٠) فضل علي مثنى، الآثار المحتملة لمنظمة التجارة العالمية على التجارة الخارجية للدول النامية، القاهرة: مكتبة مدبولي، ٢٠٠٠، ص ٩٧، ٩٨.
(11) <http://www.wto.org> 08/03/2003
- (١٢) نبيل بدر الدين، مرجع سابق، ص ١٨٤.
- (١٣) محسن هلال، مرجع سابق، ص ٢٥١.
- (١٤) سليمان المنذري، «البورصات العربية.. وهن في مرحلة الشباب»، الموقع الإلكتروني: www.islamonline.net ٢٠٠٨/٩٠/١٠.
- (١٥) فتح الرحمن يوسف، أساتذة متخصصون يطلعون المتعاملين في الأسواق المالية على أساليب التلاعب القانونية، الموقع الإلكتروني: www.asharqalawsat.com ٢٠٠٨/٠٩/١٥.
- (١٦) صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني، ٢٠٠٨، العدد ٥٤، ص ٩.
- (١٧) عتيقة وصاف، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها. الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر) أيام ٢١، ٢٢ نوفمبر ٢٠٠٦ م.
- (١٨) سامح هناندة، أزمة الأسواق المالية الأمريكية وتأثيراتها العربية والعالمية، الموقع الإلكتروني www.aljazeera.net يوم ٢٨/٨/٢٠٠٨.
- (١٩) أحمد بوراس والسعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية. الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات، مرجع سابق.
- (٢٠) سامح هناندة، مرجع سابق.
- (٢١) إياد الأجداد، «البورصات العربية تعاني عجز السياسات الاقتصادية وضعف الثقافة الاستثمارية والمالية»، www.alarabiya.net

- (٢٢) سامي مباركي ، «الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية» . الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات ، مرجع سابق .
- (٢٣) عتيقة وصاف ، مرجع سابق .
- (٢٤) سامي مباركي ، مرجع سابق .
- (٢٥) تشام فاروق ، «العولمة المالية وأثارها على القطاع المصرفي الجزائري» . الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات ، مرجع سابق .
- (٢٦) التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، فصل المحور تطورات وانجازات الختصة في الدول العربية، ٢٠٠٢ ، ص ١١ .
- (٢٧) سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة ، مرجع سابق .
- (٢٨) المرجع السابق .
- (٢٩) سليمان المنذري ، «البورصات العربية .وهن في مرحلة الشباب» ، الموقع الإلكتروني : www.islamonline.net يوم ١٥/٠٩/٢٠٠٨
- (٣٠) صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، الربع الثاني ، ٢٠٠٨ ، العدد ٥٤ ، ص ٩ .
- (٣١) هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية . عمان : دار صفاء للنشر ، ٢٠٠٣ ، ص ٣٠٦ .
- (٣٢) إياد الجداد ، مرجع سابق .
- (٣٣) هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص ٣٠٨ .
- (*) ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق
- (٣٤) عبد الفاتح مراد ، موسوعة الجات ومنظمة التجارة العالمية ، ٢٥٩ ، ٢٦٠ .
- (٣٥) حسن عبيد ، مرجع سابق ، ص ٤٦ .

- (٣٦) منار علي محسن مصطفى، «الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات وأنعكاساتها على الدول النامية مع الإشارة إلى مصر»، مجلة العلوم الاجتماعية، (المجلد ٣١ : العدد ٠٣، ٢٠٠٢، جامعة الكويت)، ص ٦٠٨.
- (٣٧) محمد حسني علي زغلة، مرجع سابق، ص ٩٩.
- (٣٨) المرجع السابق، ص ١٠٠.
- (٣٩) عبد الرحمن صبري، مرجع سابق، ص ١١.
- (٤٠) محمد حسني علي زغلة، مرجع سابق، ١٠١-١٠٤.
- (٤١) صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة. لبنان: دار الوسام للطباعة والنشر، ١٩٩٨، ص ١٤٩.
- (٤٢) سليمان المنذري، «البورصات العربية..وهن في مرحلة الشباب»، مرجع سابق.
- (٤٣) تشام فاروق، مرجع سابق.
- (٤٤) سامي مباركي، مرجع سابق.
- (٤٥) المرجع السابق.
- (٤٦) عامر ذياب التميمي، آفاق الأسواق المالية، الموقع الإلكتروني: www.alswaq.net يوم ١٦/٠٨/٢٠٠٨.
- (٤٧) تشام فاروق، مرجع سابق.
- (٤٨) صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص ١٤٩.
- (٤٩) زياد الدباس، «تدني كفاية الأسواق المالية العربية بسبب ضعف الافصح والشفافية»، www.alarabiya.net.
- (٥٠) سامي مباركي، مرجع سابق.
- (٥١) مقدمة عن أسواق الأوراق المالية، التدريب عن بعد عبر شبكة الانترنت، مرجع سابق.
- (٥٢) سليمان المنذري، «البورصات العربية..وهن في مرحلة الشباب»، مرجع سابق.