

تحرير تجارة الخدمات المالية وأثرها على تنمية أسواق الأوراق المالية الناشئة نحو إقتراح معايير لتنمية الأسواق المالية وفق نموذج كلي مقارن.

The effect of liberalization of trade in financial services on the development of emerging stock markets (A Proposed Model)

محمد زرقون

كأية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
جامعة قاصدي مرباح ورقلة

عبد الجبار مختاري

كأية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
جامعة عمار ثليجي الأغواط

ملخص :

تعددت الرؤى حول الخطوات التي يجب القيام بها لإقامة سوق للأوراق المالية، وجعله يلعب دوره كوسيط بين أصحاب الفوائض و العجز في إطار منظومة التمويل المحلية والعالمية، ومن خلال دراستنا سنحاول إبراز العوامل المؤدية إلى إنشاء سوق للأوراق المالية، والعمل على تطويرها في مراحل لاحقة، وفق نموذج نظري يشمل مختلف الجوانب الاقتصادية والقانونية وذلك من خلال ما توفره إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية. قسمنا عناصر النموذج إلى عوامل أساسية وهو ما يمكن أن توفره الإتفاقية، و إلى عوامل داعمة تكون بمثابة أرضية خصبة تعمل من خلالها بشكل فعال، وقمنا بترتيب عناصر النموذج بشكل يجعله يظهر عيوب أي سوق للأوراق المالية بمجرد مطابقته بعناصره والوصول إلى أهم النقاط المسببة لتخلفها. الكلمات المفتاح : سوق مالي، سوق الأوراق المالية، تحرير تجارة الخدمات المالية، عوامل أساسية، عوامل داعمة.

Abstract:

There are several proposals trying to show what needs to be done in order to create a stock market; and make it function as an intermediary between the surplus units and deficit units inside local and global financial system. Through this study, we will try to highlight the factors leading to the establishment and development of Securities Market according to a theoretical model that includes various economic and legal aspects, and with respect to the financial services trade liberalization agreement.

Model elements were divided into basic factors provided by the agreement, and supportive factors, which serve as a solid ground, that allow an effective application. We have designed the model in a way that reveals the defects of any Stock Exchange, and its most important deficiencies.

Key words: Financial market, stock market, liberalization of trade in financial services, basic factors, supporting factors.

تمهيد :

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا مهما في الإقتصاد، حيث أنها توفر التمويل اللازم الذي تحتاجه المؤسسة الإقتصادية من جهة، و من جهة ثانية تتيح فرصا للمستثمرين بتوظيف أموالهم و تحقيق أرباح رأس مالية، إن عملية الوساطة على المستوى الدولي توفر للبلد المعني أموالا دون اللجوء إلى الإستدانة من البنوك الخارجية، وهو ما تسعى إليه الدول النامية. إن إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية تمكن الدول النامية من الإستفادة مما هو متاح على مستوى الأسواق المتقدمة، وذلك بما توفره من إمكانيات تكنولوجية وتقنية كبيرة لتنمية أسواق أوراقها المالية، و بناء على ما سبق سنحاول عرض نموذج نظري متكامل من الناحيتين الإقتصادية والقانونية لتنمية أسواق القيم المنقولة لدى البلدان النامية على المستوى الكلي، من خلال مجموعة من العوامل الأساسية لتطويرها وتنميتها، ولكن لتحقيق هذه العوامل بشكل فعال يجب أن يكون لها ما يدعها في البيئة الإقتصادية والقانونية وحتى الثقافية والإجتماعية، من حيث أنها تخلق وتحيي المناخ المناسب والمسهل الذي تعمل من خلاله، وذلك بتوفير مجموعة من العوامل الداعمة والتي تركز بشكل كبير على مبادئ الإقتصاد الرأس مالي، وسنعرض عناصر النموذج من خلال هذا المقال.

إن تجارة الخدمات المالية تمكننا من توفير خبرات فنية على مستوى عال جدا من الحرفية والمهنية متأتية من دول متقدمة من خلال أشخاص طبيعيين ومعنويين لهم باع طويل في هذا المجال، إذ أنه بإمكانهم تقديم خدمات في مجالات الوساطة المالية، المساهمة في إصدار جميع الأوراق المالية، الخدمات المتعلقة بالمحاسبية التحليلية والتسيير المالي، وكذا عملية تقدير الضرائب ضمن السياسة المشجعة على الإستثمار، وتقديم إستشارات قانونية وفنية سواء ما تعلق الأمر بالنواحي المنظمة للمتعاملين، أو بالهيكل التنظيمي للسوق كمؤسسة قائمة بحد ذاتها، بالإضافة إلى كل الخدمات البنكية وكل ما يتعلق بعمليات التأمين الناتجة عن مخاطر المعاملات المالية، كما تضمن توفير تكنولوجيا الإعلام والاتصال، والتكنولوجيا المتقدمة و المصاحبة للخدمات السالفة الذكر، و إنطلاقا مما سبق ذكره نطرح التساؤل الرئيسي والذي مفاده:

هل ستوفر إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية العوامل الأساسية لبناء سوق للأوراق المالية ؟ وما هي العوامل الداعمة التي يجب توفرها في الإقتصاد المعني لإنجاح عملية التنمية المرتقبة للرقى بالسوق إلى مستوى مقبول يمكنه من مسايرة النظام المالي العالمي ؟

وللإجابة على هذه الإشكالية سنحاول عرض نموذج على المستوى الكلي بمتغيرات إقتصادية وقانونية، تهدف إلى بناء سوق تراعى فيه مصالح جميع المتعاملين الإقتصاديين، وتحفظ حقوقهم، مع مراعاة السرعة في تنفيذ العمليات تماشيا مع هو متاح في دول العالم المتقدمة.

1. أهمية إتفاقية تحرير تجارة الخدمات:

تكتسي إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية أهمية بالغة، حيث أنها تطرقت وبالتفصيل إلى مجموعة من العناصر التي تنقسم في مجملها لستة عشرة فئة¹ تتناول وبشكل مفصل كل ما هو متعلق بالخدمة المالية، وسنحاول التطرق إلى الفئات بالتحليل والتفصيل وفق ثلاث مجموعات رئيسية والتي تمثل عناصر السوق المالي، وقبل أن نبدأ في إظهار التقسيمات الأساسية حسب وجهة نظرنا، سنقوم بإبراز أهمية قطاع الخدمات ضمن الإقتصاد العالمي ومدى مساهمته ضمنه، حيث اخترنا العينة على أساس البلدان التي تمتلك أسواق مالية ناشئة، والدول التي تمتلك أسواقا مالية متطورة (الدول الصناعية الكبرى)، وهذا حسب التصنيفات المعتمدة دوليا لإبعاد كل تأويل قد يبعثنا عن صلب الموضوع، ومن خلال بحثنا توصلنا إلى المعلومات التالية:

من خلال معطيات الجدول رقم واحد (01) يتضح لنا أهمية قطاع الخدمات من حيث أنه يشكل نسبة هامة من إجمالي الناتج المحلي للدول النامية والتي تتراوح بين 3.9% و 82.9%، تتحدد هذه النسب حسب قدرات كل دولة وإمكاناتها كما أنها تخضع للمنافسة الدولية لتشكّل في مجموعها (1889429184525.848) مليار دولار أي تقريبا ما قيمته 1890 مليار دولار أمريكي. ولتقريب المفهوم أكثر نقوم بحساب النسبة المتوسطة و الدخل الإجمالي المقابل لها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{Average global GDP} = \text{Total global GDP} \times \text{Average percentages}$$

$$\text{Average percentages} = \frac{\text{Total percentages}}{\text{Number of states}}$$

$$\text{Average percentages} = \frac{290.7}{14}$$

$$\text{Average percentages} \square 20.764 \%$$

حيث:

— *Average percentages* متوسط النسب المئوية

— *Total percentages* مجموع النسب

— *Number of states* عدد الدول

وبالتالي يكون قيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي للدول النامية المعنية:

$$\text{Average global GDP} = \text{Total global GDP} \times \text{Average percentages}$$

$$\text{Average global GDP} = 1889429184525.848 \times \frac{20.764}{100}$$

$$\text{Average global GDP} \square 392321075874.947$$

تبين النتائج السابقة أن تجارة الخدمات تمثل ما نسبته 20.764% من الناتج الإجمالي المحلي للدول النامية محل الدراسة، تشكل هذه النسبة مبالغ مالية كبيرة بعشرات الملايير من الدولارات (392321075874.947) تجعل من القطاع هدف لإستثمار يتم من خلاله تحقيق أرباح رأس مالية، وتجعل منه مجالا خصبا للمنافسة الدولية وفق إتفاقيات تم التوافق عليها ضمن المنظمة العالمية للتجارة. تظهر البيانات في الجدول رقم (02) أن تجارة الخدمات تتراوح بين 5.4% و 19.2% من إجمالي الناتج المحلي للدول الصناعية الكبرى، ولإبراز أهم النتائج التي يمكن التوصل لها من خلال الأرقام السابقة نقوم بحساب النسبة المتوسطة و الدخل الإجمالي المقابل لها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{Average global GDP} = \text{Total global GDP} \times \text{Average percentages}$$

$$\text{Average percentages} = \frac{\text{Total percentages}}{\text{Number of states}}$$

$$\text{Average percentages} = \frac{92}{08}$$

$$\text{Average percentages} \square 11.5 \%$$

حيث:

— *Average percentages* متوسط النسب المتوية

— *Total percentages* مجموع النسب

— *Number of states* عدد الدول

وبالتالي يكون قيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي للدول الصناعية الكبرى:

$$\text{Average global GDP} = \text{Total global GDP} \times \text{Average percentages}$$

$$\text{Average global GDP} = 36857534604897 \times \frac{11.5}{100}$$

$$\text{Average global GDP} \square 4207566479563.155$$

تشكل قيمة تجارة الخدمات في الدول الصناعية الكبرى ما نسبته 11.5% كقيمة متوسطة من إجمالي الناتج المحلي أي ما يفوق أربعة تريليون دولار وبالضبط (4207566479563.155)، يشكل هذا المبلغ الكبير والكبير جدا قطاع بالغ الأهمية لهذه الدول المتقدمة، لذلك فهي توليه إهتماما كبيرا وتعمل على تنميته وتطويره وحمايته في ظل القوانين الدولية المتخصصة في هذا المجال، مستفيدة من الفجوة التكنولوجية فيما بينها وبين الدول النامية صاحبة الأسواق الناشئة والتي حققت من خلالها فرق في المداخيل (*The difference in incomes*)، ويمكن إظهار هذا الفجوة من خلال نسبة ما يمثلته قيمة هذا القطاع (*GDP in industrialized countries*) إلى قيمته في الدول النامية (*GDP in developing countries*):

$$\text{The difference in incomes} = \frac{\text{GDP in industrialized countries}}{\text{GDP in developing countries}}$$

$$\text{The difference in incomes} = \frac{4207566479563.155}{392321075874.947}$$

$$\text{The difference in incomes} = 10.2480$$

تظهر هذه النسبة أن ما تحققه الدول الصناعية الكبرى من تجارة الخدمات يصل إلى عشرة أضعاف ما تحققه الدول النامية محل الدراسة وذلك راجع إلى الإهتمام الكبير الذي توليه الدول الكبرى بهذا القطاع وتمكّنها من تحقيق تنافسية كبيرة في هذا المجال، لكن يبقى

للدول النامية أن تستفيد مما يتوفر للدول المتقدمة من إمكانيات كبيرة في إطار ما يعرف بالاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (GATS)، أين توفر ثلاث مجموعات في ما يخص تجارة الخدمات المالية والمتمثلة في:

1.1. خدمات التأمين و الخدمات المرتبطة بها:

للتأمين أهمية كبيرة فمن ناحية أولى كونه يمثل مؤسسات مالية قادرة على تجميع رؤوس الأموال المحلية وإعادة استثمارها في السوق المالي، كما يساهم في جلب العملة الصعبة من خلال حمايته لرؤوس الأموال الناتجة عن المعاملات التجارية مع العالم الخارجي، ومن ناحية ثانية فهو يضمن حماية المتعاملين الإقتصاديين من المخاطر الناتجة عن الإئتمان بضمانه القروض، و مختلف المخاطر المتعلقة بالتجارة الدولية، وقد اشتملت الإتفاقية على تفصيل شامل لهذه الخدمات والذي تمثلت في ما يلي:

- التأمين على الحياة؛

- إعادة التأمين؛

- الوساطة في التأمين؛

- الخدمات المساعدة للتأمين (الخدمات الإستشارية، خدمات المحاسبة، خدمات تقويم المخاطر والتعويض عنها).

ويمكننا إظهار أهمية مؤسسات التأمين من خلال الأموال التي يتعامل بها هذا القطاع، فنجد أن أكبر خمسة وعشرون (37) شركة عالمية في مجال التأمين والتي يتجاوز رأس مال الواحدة منها 25 مليار دولار، حيث تحوز ماقيمته 2297.3 مليار دولار² والتي يمكن أن نوجزها من خلال الجدول رقم (03).

ولمعرفة أهمية صناعة التأمينات على المستوى العالمي نقوم بمقارنة القيمة السوقية لهذه الشركات مع الناتج المحلي العالمي وفق النسبة التالية:

$$\text{The contribution of insurance companies} = \frac{\text{The market value of firms}}{\text{GDP Global}} \times 100$$

حيث:

- مساهمة شركات التأمين (The contribution of insurance companies)؛

- القيمة السوقية للشركات (The market value of firms)؛

- إجمالي الناتج المحلي العالمي (GDP Global).

$$\text{The market value of firms} = \sum \text{Market values of companies}$$

وبالإعتماد على معطيات الجدول رقم (03) نجد أن:

$$\text{The market value of firms} = \sum \text{Market values of companies}$$

$$\text{The market value of firms} = 2297.3$$

وحسب دراسة للبنك العالمي بلغ الناتج المحلي العالمي³ لسنة 2013 أكثر من أربعة وسبعون (75) تريليون دولار وبالضبط 74,909,811⁴، أي أن:

$$\text{GDP Global} = 74909.811$$

وبهذه يمكننا حساب مساهمة نشاط التأمينات العالمي بالنسبة للناتج المحلي العالمي الإجمالي كما يلي:

$$\text{The contribution of insurance companies} = \frac{\text{The market value of firms}}{\text{GDP Global}} \times 100$$

$$\text{The contribution of insurance companies} = \frac{2297.3}{74909.811} = 3.06635\%$$

من خلال المعطيات السابقة تحتل صناعة التأمين جانبا هاما من المداحيل الرأس المالية التي يمكن تحقيقها من خلال هذه المؤسسات المالية، إذ يؤمن هذا القطاع مئات الملايير من الدولارات، وحسب المعطيات المتوفرة فإن إجمالي قيمة كبريات الشركات (التي يفوق رأس مالها 25 مليار دولار) أكثر من ألفين ومائتين مليار دولار أي 3.06635% من إجمالي الناتج المحلي العالمي وهي نسبة معتبرة قابلة

للزيادة في حالة التحرير الكامل لخدمات هذا القطاع، لذلك تعمل مختلف الدول على تنميته وحمايته وفق أطر قانونية تحفظ لجميع الدول حقوقهم.

2.1. خدمات البنوك:

تقوم البنوك التجارية بدور مهم وفعال في عملية التمويل، حيث تعتبر كوسيط بين أصحاب العجز وأصحاب الفوائض، كما أنها تقدم جملة من الخدمات المالية البالغة الأهمية في الإقتصاد الوطني، ولذلك تم التطرق إليها من خلال الإتفاقية وبشكل مفصل يوضح كل غموض يمكن أن يطرح إشكالا في المعاملات الدولية، وبهذا الخصوص تم الإتفاق على تنظيم تجارة الخدمات المالية التالية:

— قبول الودائع بمختلف أشكالها؛

— تقديم القروض بمختلف أنواعها (الموجهة للإستهلاك، تمويل المشاريع التجارية،...)؛

— الإيجار التمويلي؛

— عمليات الدفع والتحويل النقدي؛

— التحويل للعملة الصعبة؛

— خدمات التسوية والمقاصة؛

— السمسرة في النقد؛

— إدارة الأموال؛

— خدمات حراسة ونقل الأموال؛

— خدمات الإستشارة في كل ما يتعلق بالنشاطات البنكية؛

— المساهمة في إصدار وإدارة مختلف الأوراق المالية.

ولإعطاء صورة دقيقة حول أهمية القطاع البنكي بالنسبة لمختلف دول العالم سنعرض في ما يلي بيانات تظهر نسبة الإئتمان إلى إجمالي الناتج المحلي لمجموعة من الدول من خلال الجدول رقم (04).

كما قد أوضحنا في بداية مقالنا أهمية قطاع الخدمات على المستوى العالمي ومدى مساهمته نسبيا في الناتج المحلي لدول العالم، لكن ومن خلال معطيات الجدول رقم (04) نحاول أن نبرز مساهمة هذه البنوك في منح الإئتمان وفق مناطق مختلف جغرافيا لكنها تعطي لنا صورة عامة وواضحة حول الأهمية البالغة لهذه المؤسسات على المستوى العالمي، وكانت نسبة الإئتمان بين 1.148% و 9.68% وشكل ما نسبة 4.171% من الناتج الإجمالي العالمي المقدر بـ: 74,909,811 مليار دولار أي :

$$Total\ global\ credit = World\ GDP \times \frac{The\ percentage\ of\ the\ global\ credit}{100}$$

$$Total\ global\ credit = 74909,811 \times \frac{4.171}{100}$$

$$Total\ global\ credit \square 3124.488$$

حيث:

— *Total global credit* (إجمالي الإئتمان العالمي)

— *The percentage of the global credit* (نسبة الإئتمان العالمي)

تبين العلاقة السابقة أن إجمالي الإئتمان العالمي يفوق ثلاثة آلاف مليار دولا وهو مبلغ هام جدا يساهم في دفع عجلة النمو العالمية، كما تملك البلدان النامية فرصة تنمية خدمات هذا القطاع بالإشتراك مع الدول المتطورة والتي لها باع طويل في هذا المجال وعلى مختلف المستويات.

3.1. الخدمات الموجهة لسوق الأوراق المالية:

توفر سوق الأوراق المالية للمستثمرين فرصا بديلة عن السوق النقدي، حيث يمكن التعامل من خلالها عن طريق ما تطرحه المؤسسات من أوراق مالية بصفة مباشرة، أو من خلال العقود على هذه الأوراق، كما يعتبر بديل للتمويل لمختلف المؤسسات الإقتصادية

دون أن تلجأ إلى الإستدانة من البنوك، ونظرا لهذه الأهمية الكبيرة تطرقت عناصر إتفاقية GATS لمختلف ما يمكن أن يمثل تجارة للخدمات المتعلقة بالسوق من خلال الأنشطة التالية:

- المساهمة في إصدار الأوراق المالية بمختلف أصنافها وترفعاتها؛
- إدارة المحافظ المالية؛
- خدمات الحراسة المتعلقة بنقل الأموال؛
- خدمات التسوية والمقاصة المتعلقة بالأصول المالية ومنها: الأوراق المالية؛ المشتقات المالية؛
- إمداد وتحويل المعلومات المالية؛
- معالجة البيانات المالية والبرامج المتعلقة بها؛
- خدمات الإستشارات المالية؛
- خدمات الوساطة المالية؛
- الخدمات المالية المساعدة لجميع الأنشطة السابقة الذكر، والمتعلقة ب: التحليل المالي؛ المحاسبة التحليلية، الأبحاث و الإستشارات المتعلقة بالإستثمارات والودائع، الإستشارات الخاصة بجيازة وإعادة هيكلة و إستراتيجية المشاريع.

ولتبيان أهمية أسواق الأوراق المالية على المستوى العالمي قمنا بإظهار مساهمة أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتطورة من خلال ما تطرحه من أوراق مالية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، وذلك من خلال بيانات الجدول رقم (05)، و من خلال الجدول يتضح لنا أهمية سوق الأوراق المالية من حيث أنه يشكل نسبة هامة من إجمالي الناتج المحلي للدول النامية والتي تتراوح بين 0.2 % و 468.1 %، وتختلف هذه النسبة باختلاف موقع الدولة في المعاملات المالية العالمية، أين ترتفع هذه النسب في المراكز المالية العالمية حيث اجتهدت هذه الدول لتكون ما هي عليه مثل هون كونغ وسنغافورة، لتتفاوت بين باقي البلدان النامية بين الإرتفاع و الإخفاض، حسب التسهيلات التي تمنحها كل سوق وفرص الربح التي توفرها، ولتعميق المفاهيم أكثر سنقوم بحساب متوسط الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول وما يقابله من نسبة متوسطة تعطينا صورة إجمالية لمكانة الأوراق المالية في هذه البلدان وذلك وفق الخطوات الآتية:

$$\text{Average global GDP} = \text{Total global GDP} \times \text{Average percentages}$$

$$\text{Average percentages} = \frac{\text{Total percentages}}{\text{Number of states}}$$

$$\text{Average percentages} = \frac{989.3}{14}$$

$$\text{Average percentages} \square 70.67 \%$$

حيث:

— *Average percentages* متوسط النسب المئوية

— *Total percentages* مجموع النسب

— *Number of states* عدد الدول

وبالتالي يكون قيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي للدول النامية المعنية:

$$\text{Average global GDP} = \text{Total global GDP} \times \text{Average percentages}$$

$$\text{Average global GDP} = 1889429184525.848 \times \frac{70.67}{100}$$

$$\text{Average global GDP} \square 13356226604704.42$$

تبين النتائج السابقة أن التجارة في الأوراق المالية تمثل ما نسبته 70.67 % من الناتج الإجمالي المحلي للدول النامية محل الدراسة، تشكل هذه النسبة مبالغ مالية كبيرة تحفز على توجيه الإستثمارات المحلية والأجنبية هذه القيمة تساوي 13356226604704.42 مليار دولار، هذه السيوولة تحفز المتعاملين إلى التوجه لهذه السوق كبدليل إستراتيجي يوفر تمويلا بعيدا عن شروط الإئتمان المصرفي. وبنفس الطريقة السابقة سنحاول إظهار أهمية هذه الأسواق في الدول الصناعية الكبرى وذلك من خلال ما يلي:

تظهر البيانات في الجدول رقم (06) أن تجارة المتعلقة بالأوراق المالية تتراوح بين 35.8% و 131.6% من إجمالي الناتج المحلي للدول الصناعية الكبرى، وهي قيم كبيرة جدا، ولإبراز أهم النتائج التي يمكن التوصل لها من المعطيات السابقة نقوم بحساب النسبة المتوسطة و الدخل الإجمالي المقابل لها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{Average global GDP} = \text{Total global GDP} \times \text{Average percentages}$$

$$\text{Average percentages} = \frac{\text{Total percentages}}{\text{Number of states}}$$

$$\text{Average percentages} = \frac{512.6}{08}$$

$$\text{Average percentages} = 64.075 \%$$

حيث:

– *Average percentages* متوسط النسب المئوية

– *Total percentages* مجموع النسب

– *Number of states* عدد الدول

وبالتالي يكون قيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي للدول الصناعية الكبرى:

$$\text{Average global GDP} = \text{Total global GDP} \times \text{Average percentages}$$

$$\text{Average global GDP} = 36857534604897 \times \frac{64.075}{100}$$

$$\text{Average global GDP} \square 23616465298087.75275$$

تشكل قيمة تجارة الأوراق المالية في الدول الصناعية الكبرى ما نسبته 64.075% كنسبة متوسطة من إجمالي الناتج المحلي أي ما يفوق ثلاثة وعشرون ألف مليار دولار وبالتحديد (23616465298087.75275)، يشكل هذا المبلغ المالي الضخم ركيزة أساسية في إقتصاديات الدول المتقدمة، لذلك فهي توليه إهتماما كبيرا وتعمل على تنميته وتطويره وحمايته في ظل القوانين الدولية المتخصصة في هذا المجال، كما أنها تتقدم على الدول الناشئة وتستفيد من هذه أسواق بشكل كبيرة وبفارق شاسع وهذا ما يمكن توضيحه من خلال نسبة المداخيل في الدول الصناعية الكبرى إلى نظيراتها في الدول الناشئة من خلال التالي:

$$\text{The difference in incomes} = \frac{\text{Average GDP for industrialized countries}}{\text{Average GDP for emerging countries}}$$

$$\text{The difference in incomes} = \frac{36857534604897}{13356226604704.42}$$

$$\text{The difference in incomes} \square 2.76$$

حيث:

– *The difference in incomes* (فرق المداخيل)

– *Average GDP for industrialized countries* (متوسط الناتج الإجمالي للدول الصناعية)

– *Average GDP for emerging countries* (متوسط الناتج الإجمالي للدول الناشئة)

تظهر هذه النسبة أن ما تحققه الدول الصناعية الكبرى من خلال المعاملات في أسواق الأوراق المالية يصل إلى ثلاثة أضعاف تقريبا ما تحقق الدول ذات الأسواق الناشئة محل الدراسة مدفوعة بالتقدم التكنولوجي الكبير والخبرة الكبيرة في مجال المالية والمحاسبة، وذلك راجع إلى الإهتمام الكبير الذي توليه الدول الكبرى بهذا القطاع وتمكنها من تحقيق تنافسية كبيرة في هذا المجال، ويمكن للأسواق الناشئة أن تستفيد بما يتوفر للدول المتقدمة من إمكانيات كبيرة تساعد في تطوير أسواقها في إطار ما يعرف بالاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (GATS).

2. عوامل تنمية أسواق الأوراق المالية الناشئة (عناصر النموذج):

بعد إظهارنا لأهمية قطاع الخدمات المالية والمبالغ الهائلة التي يتم تداولها من خلاله ونسب مساهمتها، فإننا سنعمل على وضع مجموعة من العوامل في شكل نموذج متكامل يستمد عناصره من إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية مركزين في ذلك على سوق الأوراق المالية، أين يمكن إسقاطه على أي سوق مالي لنظهر النقائص التي تشوبه مباشرة، وتكمن عناصر النموذج في ما يلي:

1.2. العوامل الأساسية لتنمية أسواق الأوراق المالية الناشئة:

1.1.2. العوامل التكنولوجية المتعلقة بالمعلومات:

أ. تكنولوجيا المعلومات: تمثل التكنولوجيا أهم عنصر يمكن توفيره لتطوير السوق باعتباره فرع من المعرفة يتعامل مع العلم والهندسة، أو تطبيقها في المجال الصناعي، فهي تطبيق للعلم تركز على⁵:

- **الجهد المنظم الرامي:** وهذا يعني أن التعامل مع التكنولوجيا ينبغي أن يتم في إطار جهود منظمة، وليس من خلال جهود متناثرة متفرقة، وذلك يعني أن تكون هناك إستراتيجية تكنولوجية، لها خططها وبرامجها وأجهزتها المسؤولة، تقدر الأولويات وتضع برامج التنفيذ بناء على دراسات مستفيضة عن ظروف الواقع البيئي والأهداف المراد تحقيقها.
- **استخدام نتائج البحث العلمي:** فالتكنولوجيا هي الحلقة الوسطية بين البحث العلمي وبين الصناعة، وهذا يؤكد أن المنتجات المختلفة الجديدة ليست تكنولوجيا، وإنما هي نتائج التكنولوجيا.
- تفترق دول العالم النامية إلى هذه التكنولوجيا وتسعى نحو تحصيلها عن طرق الإتفاقيات الثنائية ومتعددة الأطراف، إن الإتفاقية توفر كل ما يخص سوق الأوراق المالية على مستوى عال من التطور وبشكل منظم في إطار المنظمة العالمية للتجارة، لذلك وبمجرد التوقيع على الإتفاقية تكون أمام سوق عالمي يوفر تقنيات متقدمة ضمن سوق تسوده المنافسة التامة تحت ضغط التطور المتسارع .
- ب. **المعلومات:** للمعلومة أهمية كبيرة في عالم الإقتصاد " فهي عبارة عن البيانات التي يتم معالجتها، بحيث تصبحت ذات دلالة مبينه، وذات معنى"⁶، كما أنها " عبارة عن بيانات، يتم تشغيلها لتصبح ذات دلالة وقيمة معينة، لدى فرد معين"⁷، وتتميز بمجموعة من الخصائص المبنية على التكنولوجيا متطورة والتي تبرز أهميتها بالنسبة لجميع المتعاملين بها والمتمثلة أساسا في ما يلي⁸:
- **الدقة:** أي درجة الخلو من الخطأ في المعلومات، لأنها تعتمد على خبراء وفنيين لهم مستوى عال من التكوين وبرامج معلوماتية متطورة تعتمد كبريات الدول تقلل من الخطأ بشكل شبه تام؛
- **التوقيت المناسب:** بمعنى أن المهتمين لن يستفيدوا كثيرا من دقة المعلومات إن لم تكن في وقتها المناسب، ويتم ضمان هذه الخاصية عن طريق وسائل الإتصال المسموعة والمرئية والمكتوبة، المرتبطة بالأمار الصناعية وشبكة الألياف البصرية عالية التقنية ؛
- **الدلالة:** التي تشعب الحاجة إلى معرفة تفاصيل العناصر الداخلية و الخارجية بالبيئة، التي تساعد على إتخاذ القرارات المهمة، معتمدة في ذلك على تقنيات المحاسبة والتحليل المالي وفق برامج ينفذها خبراء في هذا المجال ينشطون على مستوى الأسواق المتطورة؛
- **الملاءمة:** حتى تمكنهم من الترصّد الجيد لأي تحركات تحدث بمحيطها الإقتصادي، على أن يتم رصد هذه التحركات وفق تحليل الخبراء والخللين الماليين والمحاسبين، والتي أصبح مم الممكن التحصل على خدماتهم في إطار تحرير تجارة الخدمات المالية؛
- **الوضوح:** أي الدرجة التي يجب أن تكون فيها المعلومات خالية من الغموض، وهذا أصبح متاحا للدول النامية، عن طريق الدول التي لها تقدم وخبرة في هذا المجال؛
- **المرونة:** تعني قابلية المعلومات على التكيف لإستخدامها أكثر من مرة؛
- **عدم التحيز:** أي غياب القصد في تحريف و تغيير المعلومات لغرض التأثير على المستخدم، وهذا ما يضمنه مبدأ الشفافية الذي يفترض على الجميع احترامه دونما استثناء في ظل الإتفاقيات العالمية؛
- **قابلية القياس:** أي إمكانية ترجمة المعلومات المنتجة من نظام المعلومات، في شكل كمي، في هذه النقطة بيدع خبراء الدول المتقدمة بتمكنهم من تقنيات الرياضيات الإقتصادية وعرضها على الدول النامية، عن طرق جامعاتهم الكبيرة ومراكز البحث التابعة لها.

2.1.2. العوامل التقنية :

أ. المحاسبة التحليلية: هي تقنية يتم من خلالها تجميع و تخصيص و تحليل لبيانات تكلفة الإنتاج أو النشاط، لتوفير المعلومات اللازمة لإعداد التقارير الخارجية والتخطيط الداخلي والرقابة على العمليات الجارية لإتخاذ القرارات الخاصة⁹، وللمعلومة المحاسبية أهمية كبيرة في سوق الأوراق المالية¹⁰، يمكن للدول النامية من التحصل والتحكم في تقنيات محاسبة التكاليف بشرائها كخدمة من الدول المتقدمة أين يستفيد منها مخرجاتها من لهم علاقة مباشرة من داخل المؤسسة وخارجها، وأهمهم:

- إدارة المؤسسة: ممثلة في مختلف المصالح والأقسام المكونة لها، القائمين على تسييرها، والمعنيين باتخاذ القرارات التشغيلية داخلها؛
 - إدارة الضرائب: المؤسسة مدعوة لتقديم رزنامة مفصلة عن العمليات الخاضعة للضريبة، سواء تعلقت بالمؤسسة ومداخلها ونشاطها، أم تلك التي تكون فيها المؤسسة وسيطا بين إدارة الضرائب والمتحمل النهائي للضريبة، مثل الرسم على القيمة المضافة.
 - المساهمون: تفيد القوائم المالية والمعلومات ملاك المؤسسة، في ظل انفصال الإدارة عن الملكية، وذلك لأجل تقييم الأداء الإجمالي للإدارة بشأن تحقيق أهدافهم المرتبطة بالربحية والحفاظ على سلامة المركز المالي للمؤسسة؛
 - الدائنون والمستثمرون: تكمن استفادة هذه الفئة من المعلومات المحاسبية في إمكانية التنبؤ بأوضاع المؤسسة مستقبلا.
- والعناصر السابقة الذكر تمكن المؤسسة من إعطاء صورة واضحة عن قوائمها المالية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، وبالتالي يكون للسوق القدرة على إمداد المعلومة لمن هم بحاجة إليها.
- ب. التحليل المالي: يعتبر من أبرز الخدمات المالية التي تم الإشارة لها والتركيز عليها في الإتفاقية، وذلك نظار لأهميته الكبيرة في إمداد السوق بالمعلومات المالية اللازمة، حيث يهدف إلى البحث في شروط التوازن المالي للمنشأة وقياس الأموال المستثمرة¹¹، يوفر خدمات كبيرة يستفيد منها جملة من المتعاملين، والمتمثلين في ما يلي¹²:

- المساهمون: يهتم المساهم في الوحدة الإقتصادية بصفة أساسية بالعائد على الأموال المستثمرة الحالي و المستقبلي، ليبنى على أساسه قراراته المتعلقة ببيع أو التنازل على الأوراق المالية؛
- الدائنون: يهتم الدائنون بصفة عامة بالتعرف على مدى إمكانية المؤسسة الوفاء بالقروض عندما يحين أجل الإستحقاق، لمعرفة الخطوات التالية للتعامل معها ؛
- الموردون : يهتم المورد بالتأكد من سلامة المراكز المالية لعملائه، واستقرار الأوضاع المالية لهم، لقرر على أساسها أن يواصل عمله أو يتوقف عن التمويل؛
- إدارة المشروع¹³: حيث تمنهم مخرجات التحليل المالي من خلال المعلومات التي يقدمها من تقييم : مدى نجاح المؤسسة في تحقيق السيولة؛ مدى نجاح المؤسسة في تحقيق الربحية؛ معرفة الوضعية المالية للمؤسسة بالمقارنة مع المؤسسات المنافسة؛ تقييم منجزات المؤسسة في مجال التسويق و البيع و الإنتاج؛ التنبؤ بالمستقبل؛ المساعدة على الرقابة المالية.

3.1.2. العوامل المتعلقة بالوساطة المالية وإدارة المحافظ:

أ. الوساطة المالية: الوسطاء الماليون هم أشخاص طبيعيين أو معنويون يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الإستثمار، وبين الإستثمار الباحث عن الأموال¹⁴. ويقومون بوظائف أساسية في سوق الأوراق المالية والمتمثلة في¹⁵:

- التفاوض على الأوراق المالية؛
 - حفظ الأوراق المالية؛
 - تقديم النصح والمشورة؛
 - إدارة الحافظة لصالح العميل.
- تتطلب الوساطة المالية توفر عقول تتميز بخبرة كبيرة وتقنيات تكنولوجية عالية في ما يخص البرامج المالية والمحاسبية وكذي المعدات والأجهزة التي المرافقة لها، وهو ما لا تمتلكه الدول النامية ولكن يمكنها أن تتحصل عليه عن طريق الدول المتقدمة، تحت ظل المنظمة العالمية للتجارة.

ب. إدارة المحافظ الإستثمارية:

المحفظة الإستثمارية هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها إلى شخص طبيعي أو معنوي، مستثمرة في أصول مالية فردية أو متحدة مع أصول أخرى ذات عوائد مستقلة أو مرتبطة، تتركز على درجات مختلفة من المخاطرة، تتطلب من المستثمر توفير البيانات والمعلومات عن الأوراق المالية في السوق المالي، فالمحفظة أداة مركبة من أدوات الإستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر وتتم إدارتها من طرف شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، هذه الأوراق المكونة للمحفظة يمكن أن تكون أسهم فقط و في هذه الحالة تسمى المحفظة محفظة أسهم، أو تكون من سندات فقط و تسمى المحفظة محفظة سندات كما قد تكون المحفظة مشكلة من الإثنين معا و يطلق عليها إسم المحفظة المهجنة¹⁶، ويهدف من خلالها إلى تحقيق جملة من الأهداف المتمثلة في ما يلي¹⁷:

- توزيع مخاطر الإستثمار على عدد من الأوراق المالية ما يحقق أقل مستوى من المخاطر عند مستوى معين من العائد المتوقع، أي تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى معين من درجة المخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية؛
- تعتبر نظرية المحفظة الإستثمارية أسلوبا فعالا لتحليل مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية، لأنها تركز على مبدأ تنوع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الإستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة؛
- جمع البيانات المالية والمحاسبية بالشركات، و توفيرها للمستثمر بالأسلوب و الكيفية التي تمكنه من اتخاذ القرار الإستثماري المناسب باعتبارها مدخلات؛
- إستثمارها الفائض النقدي لدى البنوك وشركات التأمين، في الأوراق المالية، من أجل تحقيق أقصى عائد وضمان تلبية حاجة البنك والمؤسسة المالية للسيولة مما يعزز من قوة مركزها المالي.

ج. إدارة المحفظة الإستثمارية وتقييم أدائها:

تسعى الدول النامية إلى تطوير أسواقها الناشئة وتنوع مختلف التعاملات بها، تتطلب إدارة المحفظة الإستثمارية، واتخاذ القرارات بها، بناء على مجموعة من الأسس العلمية، المنظمة والمهذبة لتحقيق أقصى ربح ممكن وهي¹⁸:

- **التخطيط:** تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة؛
- **التوقيت:** يساعد المستثمر بتوقيت دخوله للسوق أو الخروج منه، واختيار التوقيت المناسب لشراء وبيع الأوراق المالية؛
- **التحفظ والتعقل:** والمقصود به هو أن تكون قرارات المستثمر متحفظة وعقلانية، بما يمكنه من تجنب المخاطرة؛
- **الإشراف والمراقبة:** ضرورة المراقبة والمتابعة الدائمة لأوضاع السوق والتغيرات والتقلبات التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية بهدف تجنب مخاطر انخفاض قيمتها؛
- **الإعتماد على المتخصصين:** إذ يتم الإستعانة بخبراء ماليين محليين أو أجانب، ممثلين ببيوت الخبرة، أو المؤسسات المالية الإدخارية، و الوسطاء الذين يقومون بإدارة المحافظ المالية، وهذا ما يسعى القائمون على الأسواق الناشئة على توفير، وهو ما توفره تجارة الخدمات المالية، كما يمكن للخبراء الغربيين أن يوفر خدمة تقييم أدائها، والتي تكون على النحو التالي¹⁹:
- قياس صافي أصول المحفظة يكون على أساس القيمة السوقية، وليس على أساس تكلفتها التاريخية؛
- مقارنة الأداء الفعلي مع المتوقع للمحفظة يتم وفق آلية السوق المالي، وذلك بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بمعامل بيتا (β)²⁰؛
- أن يكون العائد المتخذ كأساس لتقييم أداء إدارة المحفظة المالية هو العائد الإجمالي؛
- تتم عملية إحتساب العائد على الإستثمار بعد ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات النقدية المتوقعة؛
- التقييم والقياس يجب أن يكون مع مراعاة كل من عنصري العائد والمخاطرة؛
- أن تكون المدة الزمنية الفاصلة بين عملية التقييم السابقة والحالية طويلة نسبيا، لأنه كلما كانت المدة أطول، كلما كانت النتائج أكثر دقة.

ويمكن قياس أداء مدير المحفظة وفق المعادلة التالية²¹:

$$M = \frac{R^* - R_m}{D^*} \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

— M : مقياس الأداء.

— R^* : معدل العائد المرجح للمحفظة الإستثمارية بمستوى مخاطرة مرجح D^* .

— R_m : معدل عائد الإستثمار عديم المخاطرة.

— D^* : درجة المخاطرة المرجحة للمحفظة الإستثمارية.

وكلما إرتفعت قيمة M كلما دل ذلك على أداء أفضل للمدير، ويتم تصنيف أداء مدير المحفظة الإستثمارية كما يلي:

— أداء غير مقبول؛

— أداء مقبول؛

— أداء جيد.

والتصنيف السابق يكون على أساس خط أداء السوق وفق المعادلة التالية:

$$R^* = R_m + VD^* \dots\dots\dots(2)$$

حيث:

V : معامل المقايضة بين المخاطرة والعائد.

والتقييم يكون:

— أداء المدير غير مقبول: لما R^* أقل من العائد المحدد وفق معادلة خط السوق؛

— أداء المدير مقبول: لما R^* يساوي العائد المحدد وفق معادلة خط السوق؛

— أداء المدير جيد: لما R^* أكبر من العائد المحدد وفق معادلة خط السوق.

2.2. العوامل الداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية الناشئة:

لتحقيق نجاح العوامل الأساسية للمشكلة للنموذج فانه ينبغي أن نرفقها بعوامل داعمة تسهل لها العمل من خلال خلق بيئة إقتصادية تعتمد في الأساس على:

1.2.2. وجود نظام اقتصادي منفتح ومرن: والذي يعتمد أساسا على الخوصصة، والتي نعني بها التحول من القطاع العام إلى القطاع

الخاص بأساليب متعددة، إما بتحويل كامل للملكية أو تحويل جزئي للملكية، وهذا ما يعرف بخوصصة الملكية أو إحلال إدارة قطاع خاص لإدارة المشروعات العامة أو ما يسمى بخوصصة الإدارة²². وتهدف عملية الخوصصة إلى تحقيق مجموعة من العناصر التالية²³:

— زيادة المنافسة وتحسين الأداء الاقتصادي؛

— خفض العجز المالي للحكومة؛

— تنشيط وتطوير الأسواق المالية؛

— توسيع قاعدة الملكية؛

— المساعدة على الانتقال إلى إقتصاد السوق.

2.2.2. تشجيع الإستثمار الأجنبي: يهدف من خلال الإستثمار الأجنبي المباشر إلى تحرير حركات رؤوس الأموال الدولية،

فالإستثمار الأجنبي المباشر هو ذلك الإستثمار القائم على تحقيق علاقات تعطي إمكانية تطبيق فعلي على تسيير المؤسسة بواسطة إنشاء أو توسيع مؤسسة، فرع أو شركة تابعة و المساهمة في إنشاء مؤسسة جديدة أو مشروع جديد²⁴.

للإستثمار الأجنبي دور كبير في تمويل إقتصاديات الدول النامية من خلال المساهمة في تمويل التنمية بالعمل على سد فجوة الموارد المحلية وفجوة المهارات، حيث يعتبر مقياساً مهماً لجدوى هذه الإستثمارات، ويقاس هذا الأثر من خلال دوره في سد الفجوة بين الموارد الوطنية المطلوبة وحجم الموارد المحلية الفعلية، بالإضافة إلى دوره في سد فجوة المهارات الفنية وتدريب العاملين والمديرين الوطنيين ونقل الفن الإنتاجي إلى الدول المضيفة، حيث يعتبر الإستثمار المباشر الخط الناقل لأحدث التقنيات والابتكارات الحديثة سواء أكانت منتجات أم وسائل فنية²⁵، كما يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل إيجابي في التكوين الرأسمالي للبلد المضيف إذ يتوقف على حجم التدفقات الداخلة والخارجة لرأس المال، أي على صافي الإستثمارات، وإن مخزون الإستثمار الأجنبي المباشر يتزايد في البلدان التي يعود فيها

المستثمرون الأجانب باستثمار نسب كبيرة من مداخلهم، وذلك أكثر من البلدان التي تكون فيها التدفقات الرأسمالية الخارجة متزايدة، لذلك يجب على الدول المضيفة تنظيم هذا القطاع بشكل يجعلها تستفيد منه بأقصى حد ممكن بتنظيم حركة رؤوس الأموال والحد من تهريبها نحو الخارج.

3.2.2. وجود شركات مساهمة مؤهلة: تعرف الشركة على أنها " كل هيكل تنظيمي إقتصادي مستقل مالياً، في إطار قانوني وإجتماعي معين، هدفه دمج عوامل الإنتاج من أجل الإنتاج، أو تبادل السلع و الخدمات مع أعوان إقتصاديين آخرين، أو القيام بكليهما معاً (إنتاج + تبادل)، بغرض تحقيق نتيجة ملائمة، و هذا ضمن شروط إقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني و الزماني الذي توجد فيه، و تبعاً لحجم و نوع نشاطه"²⁶، وتميز شركات المساهمة بمجموعة من الخصائص والمتمثلة أساساً في ما يلي²⁷:

- رأس مال الشركة: يختلف تحديد حجمه من دولة لأخرى وذلك حسب قانونها التجاري، ويقسم في شكل أسهم متساوية بقيمة صغيرة قابلة للتداول، ويجوز التصرف بها بيعاً وشراء دون التأثير على إستمرارية المؤسسة وبقائها؛
- المسؤولية المحدودة للمشارك: تكون مسؤولية كل شريك حسب نسبة مشاركته في رأس مال الشركة؛
- إسم شركة المساهمة: بشكل عام اسمها يشير إلى هدفها الذي أنشئت من أجله، ولا يحمل اسم شخص طبيعي لأحد المؤسسين، إلا إذا كان صاحب براءة اختراع.

إن ما يضمن أن تكون هذه الشركات مؤهلة هو ما يتعلق بقدرتها على الإدراج في السوق، وعرض مختلف بياناتها المالية، باستعمال المحاسبة التحليلية و التحليلي المالي، فمن المعروف أن اغلب الدول النامية لا تملك المؤهلات اللازمة للنهوض بهذه الشركات إلا انه يمكن الإستفادة من الدول المتطورة في هذا المجال، من خلال التجارة في الخدمات المالية.

4.2.2. العوامل القانونية التنظيمية:

أ. الإطار القانوني التنظيمي للخصوصية:

ينظم الإطار القانوني عملية الخصوصية من مختلف جوانبها، حتى لا تكون العملية فوضوية وعشوائية قد تكون نتائجها عكسية وتؤدي بالإضرار بالمصالح الإقتصادية للبلد المعني وتبديد المال العام، لذلك وجب على السلطات الوصية متابعة الإجراءات من خلال تشريع قوانين تضمن السير الحسن من خلال خطوات مدروسة بشكل منطقي تؤدي إلى إنتقال ممنهج دون عوائق نحو القطاع الخاص، مما يخلق بيئة مناسبة تعبر عن وجود إرادة سياسية داعمة للتوجه نحو الخصوصية ودعم الإستثمار، ينشط من خلالها المستثمرون بكل أريحية وشفافية وذلك من خلال ما يلي²⁸:

- درجة التفصيل: تختلف قوانين الخصوصية من دولة لأخرى من حيث المضمون، وهذا وفقاً للسياسة العامة للدولة في التحول لاقتصاد السوق، فينبغي أن تكون واضحة وشديدة التفصيل في اتجاه تشجيع الإستثمار؛
- مجال الخصوصية: يتطرق القانون إلى نطاق الخصوصية بذكر معايير يعرف من خلالها ما يدخل في ذلك النطاق أو ما يخرج عنه بما يتماشى مع توجهات مخططات التنمية، ولتشجيع المستثمرين يجب أن توضع قيود في هذا الشأن وترك الحرية الإقتصادية؛
- الإطار الزمني: تنص بعض القوانين في بعض البلدان على إطار زمني محدد للإنتهاء من عمليات الخصوصية، بينما تترك أخرى الأمر مفتوحاً، المهم أن تكون العملية في صالح الإفتتاح الإقتصادي.
- صيغ الخصوصية: مهما كانت صيغة الخصوصية المتبعة يجب على القانون المنظم للعملية أن يقدم ضماناً كافياً لإنجاز الصفقات بشفافية.

ب. التشريعات القانونية المنظمة للإستثمار الأجنبي المباشر:

يهدف من خلال قانون الإستثمار الأجنبي إلى العمل على تغطية الثغرات وإزالة الغموض و ضمان حقوق المتعاملين وذلك من خلال ما يلي²⁹:

- أن تتميز النصوص القانونية ضمن قانون الإستثمار بالوضوح من حيث الدعوة الصريحة للشركات الأجنبية بالإستثمار، الحوافز المقدمة، الضمانات، كيفية تسوية النزاعات (التحكيم)، الهيئة التي تشرف على عملية توجيهه و تنظيمه ومتابعته... الخ؛

- ثباتها على الإستثمارات، إذ في هذا الشأن المراجعات أو الإلغاءات التي تجري في المستقبل لا تطبق على المشاريع الإستثمارية التي أنجزت أو التي هي في طور التشغيل إلا إذا طالبت الشركات الأجنبية بذلك؛
- أن لا يشوب قانون الإستثمار الغموض، أو يمتاز بشغرات قانونية تضر بمصالح المستثمرين؛
- أن يكون أداة حقيقية لترجمة السياسات المتبعة، وفق إجراءات حقيقية لتحقيق الأهداف المسطرة في جذبه؛
- أن تتبع الشروط السابقة الذكر بإجراء عملي، أين بموجبه يتم فرض تلك النصوص بقوة القانون ميدانيا، ولا يكون ذلك سوى في دولة تتسم بسيادة القانون و بالشفافية، حتى يؤكد قانون الإستثمار الإرادة الحسنة للدولة، و أن يكون فعل قائم على حسن النوايا.

ج. الجانب القانوني المنظم لحركة رؤوس الأموال المرافقة للإستثمار:

إن وجود بنية مؤسسية وقانونية وتنظيمية يساعد على نجاح تحرير حركة رؤوس الأموال، وتجنب فشل الأسواق المالية ودخولها في أزمات هي في غنى عنها، وانخفاض مؤشرات أدائها، وهو الذي يفرض وجود سلوك سليم مبني على لوائح محددة للتعامل في السوق، مع تنظيم وتنسيق مؤسسي يحدد هيكل هذا السوق، ويزيد من مصداقية المعاملات وتجنب عدم الشفافية والتواطؤ.³⁰

كما تظهر أهمية البنية القانونية في ضرورة توافر أطر تشريعية مناسبة تضمن لأطراف السوق المالي حقوقهم، الذي من شأنه أن يعمل على توسيع نطاق التبادل في سوق الأوراق المالية، و يمكن الشركات الحصول على تمويل مستقر طويل الأجل من خلال هذه الأسواق، في حين أنه في ظل وجود أنظمة قانونية لا تليق بحجم السوق ولا ترقى لطموحات أطراف السوق، فإن المعاملات المالية تميل لأن تتجه إلى الأدوات التي تتسم ببساطة إجراءات الإلزام كالديون المضمونة بأصول الشركة، وقد يقل الاعتماد على الأدوات طويلة الأجل، ويزداد الاعتماد على القطاع البنكي لأنه يتمتع بميزة نسبية في جمع المعلومات عن المقترضين ومن ثم الميزة الرقابية عليهم.

د. الجانب التشريعي لإنشاء سوق الأوراق المالية:

- تنظيم سوق الأوراق المالية: و يتم ذلك عن طريق الهيئات التالية³¹:
 - الجمعية العامة: حيث يكون الأعضاء العاملين والمنظمين في السوق ما يعرف بالجمعية العامة والتي يرأسها رئيس لجنة البورصة، يعين نائبا له، الهدف من إنشاء الجمعية العامة هو أنه من خلالها يتم التحضير الجيد للموازنة، والتصديق على الميزانية المقترحة، بالتطرق إلى حساب الإيرادات والنفقات، ولها أن تبدي رغبتها في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة، وبالأخص فيما يتعلق بتعديل اللوائح وإصدار القرارات يكون بأغلبية الأصوات.
 - لجنة البورصة: كما يتم تكوين لجنة على مستوى السوق تدعى هذه اللجنة " لجنة البورصة "، تتألف مجموعة من الأعضاء يتم إختيارهم من بين السماسرة الذين يكونون معتمدين من قبل الهيئات الرسمية، تسهر هذه اللجنة على حسن السير الحسن لحركة السوق، وتقييمها وإصدار نشرات يومية تخص مختلف الأسعار التي تم معالجتها في كل جلسة، ويتم توزيعها في اليوم الموالي.
 - المقصورة: المقصورة هي المكان الذي تتخذة اللجنة لتنفيذ أوامر البيع و الشراء و يمنع الدخول إليها، باستثناء الوسطاء المقيدون في جدول السوق، أما غرفة المقاصة فيتم بها تسوية كافة المعاملات التي أبرمت بين الوسطاء الدائنين والمدئنين، ويجب تنفيذ الأوامر الصادرة عن الوسطاء في المقصورة وإلا أعتبرت باطلة.
 - مجلس التأديب: يقوم مجلس التأديب بالنظر فيما يقع من قبل السماسرة في أحكام وقوانين البورصة، وتقوم هيئة التحكيم بالنظر في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة وحلها.
- تشرف الهيئات الرسمية المثلثة للحكومة على جميع عمليات السوق عن طريق وضع ممثل لها مهمته مراقبة القوانين واللوائح، ويكون حضوره واجب في إجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة ومجلس التأديب وهيئة التحكيم، وإلا كانت قراراتها باطلة، وله الحق في الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة إذا أصدرت مخالفة لقوانين أو للوائح البورصة.³²
- العضوية في سوق الأوراق المالية: تتطلب العضوية في سوق الأوراق المالية تحقيق مبادئ أساسية تتفق عليها معظم الدول والمتمثلة في الإلتزامات القانونية³³ حيث وتلتزم المؤسسات بما يلي:
 - تسليم تقرير عن كل الجمعيات العامة العادية وغير العادية؛

- إعلام هيئات البورصة عن كل التعديلات التي تطرأ على أنظمتها الداخلية؛
 - أخذ موافقة الهيئات الوصية في السوق من أجل تحديد رزنامة الإصدار و الإكتتاب، وما يتعلق بها من حقوق إكتتاب مثلاً؛
 - تسلم هيئات السوق كافة النشرات والمنشورات وكافة الوثائق التي تهم المستثمرين؛
 - إلى جانب ذلك تلتزم المؤسسة بالتقيد بكامل بالتدابير التنظيمية المحددة في السوق.
- بعد استيفاء كل الخطوات السابقة، تقرر الهيئات المنظمة للسوق وللبورصة قبول أو عدم قبول الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة المعنية في السوق، أما الإلتزامات المتعلقة بنشر المعلومات: تعتبر المعلومات حق مشروع الوصول إليه بكل سهولة ومصادقية، حيث تبنى على المعلومات قرارات الإستثمار من عدمه، وفي هذا الإطار تلتزم بكل ما يتعلق بمعايير الشفافية.
- هـ. وجود قوانين تحمي وتنظم التعامل في سوق الأوراق المالية: وذلك من خلال العمل على تبني مجموعة من القوانين، والتي تضمن:³⁴

- توفير الأساليب الآمنة لتسجيل الملكية وضمان حقوق المساهمين الأساسية، ونقل أو تحويل ملكية الأسهم والحصول على المعلومات المتعلقة بالشركة بصفة دورية ومنظمة، والمشاركة والتصويت في إجتماعات الجمعية العامة للمساهمين؛
- حق المساهمين في المشاركة في إدارة الشركة وإعلامهم بشكل كافٍ عن القرارات المتعلقة بالتغيرات الجوهرية، مثل التعديلات في النظام الأساسي والترخيص بإصدار أسهم لزيادة رأس المال؛
- حق المساهمين في المشاركة بفاعلية والتصويت في إجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، وإعلامهم بالقواعد، بما في ذلك إجراءات التصويت، التي تحكم اجتماعات الجمعية؛
- وجوب الإفصاح عن هيكل رأس المال والترتيبات التي تمكن بعض المساهمين من الحصول على قدر من التحكم الذي يؤثر على سياسة الشركة بما لا يتناسب مع نسبة مساهمتهم؛
- الكفاءة والشفافية في قيام السوق من خلال الهيئة المشرفة على تسييره بوظائفه في الرقابة علي عمل الشركات.

خلاصة :

طرحت الكثير من أعمال الباحثين العرب والأجانب اقتراحات حول الخطوات التي يجب القيام للنهوض بأسواق الأوراق المالية الناشئة، معتمدين في ذلك على رؤى شخصية ذاتية وموضوعية ناتجة عن قناعات شخصية قد تكون ناتجة عن الخبرة و الإهتمام بالموضوع والتمكن منه إلا أنها لا تركز إلى أي مرجعية، لكن الذي يميز بحثنا هو أنه يتبنى إتفاقية تحرير تجارة الخدمات كمرجعية وكمنطلق أساسي في عملية التنمية عن طريق طرح نموذج كلي يتكون من عوامل أساسية من خلال ما تقدمهم الإتفاقية بشكل مباشر وأخرى داعمة والتي تثبت صدق وجدية الدول الراغبة في التغيير.

بعد بنائنا لنموذج متكامل من الناحيتين القانونية و الإقتصادية، مع مراعاة مختلف الجوانب التي تقوم عليها أي سوق للأوراق المالية وفقاً للمعايير التي تتبناها الدول المتقدمة، وذلك ما ستوفره إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية في ظل المنظمة العالمية للتجارة، أصبح بالإمكان مطابقة هذا النموذج مع أي سوق والتعرف على مواطن الضعف التي يعاني منها، ومعالجة مكانها بداية بما يتعلق بالسوق بحد ذاته ونهايتها بما قد يسهل عمل السوق في بيئته الخارجية.

ملحق الجداول والأشكال البيانية

جدول رقم (01): يظهر نسبة وقيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي لعينة من الدول النامية لسنة 2013.

البلد	تجارة الخدمات كنسبة من إجمالي الناتج المحلي	إجمالي الناتج المحلي	القيمة (مليار دولار)
الأرجنتين	%5.5	611,755,084,645	33646527665.575
البرازيل	%5.4	2,245,673,032,354	121266343747.116
المكسيك	%3.9	1,260,914,660,977	4917561778.103
الصين الشعبية	%5.8	9,240,270,452,050	785422988424.25
كوريا الجنوبية	%17.9	1,304,553,972,502	233515161077.858
هونغ كونغ	%65.2	274,012,815,22	17115800951.25
سنغافورة	%82.9	297,941,261,088	246993305441.952
الهند	%14.8	1,876,797,199,133	277765985471.684
ماليزيا	%26.3	312,435,494,62	82170553508.506
إندونيسيا	%6.6	868,345,645,449	57310812599.634
باكستان	%6.7	236,624,927,698	15853870155.766
تركيا	%8.1	820,206,962,631	66436763973.111
جنوب أفريقيا	%8.6	350,630,133,29	3015419146.294
الأردن	%33.0	33,678,459,200	11113891536.000

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماد على:

http://data.worldbank.org/indicator/BG.GSR.NFSV.GD.ZS_15/04/20014 11:00AM.http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD_15/04/20014 11:00AM.

جدول رقم (02): يظهر نسبة وقيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي للدول الأكثر تصنيعا في العالم لسنة 2013.

البلد	تجارة الخدمات كنسبة من إجمالي الناتج المحلي	إجمالي الناتج المحلي	القيمة (مليار دولار)
ألمانيا	%16.7	3,634,822,579,319	607015370746.273
الولايات المتحدة الأمريكية	%6.7	16,800,000,000,000	1125600000000
اليابان	%5.4	4,901,529,519,266	264682594040.364
روسيا الاتحادية	%8.5	2,096,777,030,571	178226047598.535
فرنسا	%14.4	2,734,949,064,749	393832665323.856
إيطاليا	%10.5	2,071,306,890,125	217487223463.125
المملكة المتحدة	%19.2	2,521,380,958,035	484105143942.72
كندا	%10.6	1,826,768,562,832	193637467660.192

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماد على:

<http://data.worldbank.org/indicator/BG.GSR.NFSV.GD.ZS:02/03/2014> 10:00 am<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD:02/03/2014> 10:30 am

جدول رقم (03): يصنف أفضل سبعة وثلاثون (37) شركة تامين عالمية لسنة 2013.

رتبة الشركة	إسم الشركة	القيمة السوقية (مليار دولار)
1	japan Post Holdings	201.2
2	Berkshire Hathaway	162.5
4	AXA	147.5
5	Allianz	140.3
6	Generali Group	116.7
7	Prudential	90.2
8	Munich Re	88.0
9	Prudential Financial	84.8
10	Zurich Insurance Group	70.4
11	Aviva	69.0
12	MetLife	68.2
13	American International Group	65.7
14	Nippon Life	64.2
15	China Life Insurance	63.2
16	Legal & General Group	56.9
17	Dai-ichi Life	56.5
18	Aegon	55.2
19	CNP Assurances	53.2
20	Ping An Insurance Group	51.1
21	MS&AD Insurance Group	42.2
22	People's Insurance Company	41.3
23	Tokio Marine Holdings	39.4
24	Manulife Financial	37.3
25	Talanx	34.9
26	Power Corporation of Canada	34.2
27	Swiss Re	33.6
28	Allstate	33.3
29	Standard Life	31.2
30	NKSJ	30.9
31	China Pacific Insurance	27.3
32	Mapfre	27.1
33	Hartford Financial Services	26.4
34	Travelers Cos	25.7
35	Lloyds of London	25.5
36	Aflac	25.4
37	ING	130.0

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المصادر التالية:

<http://www.economywatch.com/insurance-in-world/top-insurance-companies.html?page=full> 20/30/2014 09 :00 am
http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_largest_financial_services_companies_by_revenue 20/30/2014 09 :00 am

جدول رقم (04): بين الائتمان المحلي المقدم من القطاع البنكي (% من إجمالي الناتج المحلي) معلومات 2013

المنطقة	نسبة الإئتمان من إجمالي الناتج المحلي
أمريكا الشمالية	7.66%
إفريقيا جنوب الصحراء	8.207%
أقل البلدان تقدما (تصنيف الأمم المتحدة)	9.30%
الإتحاد الأوروبي	2.150%
الدول الصغيرة	4.40%
الدول الصغيرة الأخرى	8.34%
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	6.31%
العالم	4.171%
العالم العربي	6.33%
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	6.72%
أوروبا وآسيا الوسطى	9.68%
جنوب آسيا	7.72%
دول الكاريبي الصغيرة	3.45%
دول جزر المحيط الهادئ الصغيرة	5.78%
شرق آسيا والمحيط الهادي	7.149%
منطقة اليورو	1.148%

المصدر: http://data.albankaldawli.org/topic/financial-sector_18/03/2014_09:00 am

جدول رقم (05) يظهر القيمة الإجمالية (% من إجمالي الناتج المحلي) في الأسواق المالية الناشئة:

سوق الأوراق المالية	الأوراق المالية المتداولة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي	إجمالي الناتج المحلي 2013	القيمة (مليار دولار)
الأرجنتين	0.2%	611,755,084,645	1223510169.29
البرازيل	37.1%	2,245,673,032,354	833144695003.334
المكسيك	10.0%	1,260,914,660,977	126091466097.7
الصين الشعبية	70.8%	9,240,270,452,050	6542111480051.4
كوريا الجنوبية	123.8%	1,304,553,972,502	1615037817957.476
هونغ كونغ	468.1%	274,012,815,22	128265398804.482
سنغافورة	54.5%	297,941,261,088	162377987292.96
الهند	33.5%	1,876,797,199,133	628727061709.555
ماليزيا	40.8%	312,435,494,62	12747368180.496
إندونيسيا	10.5%	868,345,645,449	9117629277.2145
باكستان	5.3%	236,624,927,698	12541121167.994
تركيا	44.2%	820,206,962,631	362531477482.902
جنوب أفريقيا	81.5%	350,630,133,29	28576355863.135
الأردن	9%	33,678,459,200	3031061328.00

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على:

<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS> 17/04/2014 15 :30 pm

جدول رقم (06): يظهر القيمة الإجمالية (% من إجمالي الناتج المحلي) في الأسواق المتطورة:

سوق الأوراق المالية	الأوراق المالية المتداولة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي	إجمالي الناتج المحلي	القيمة(مليار دولار)
ألمانيا	% 35.8	3,634,822,579,319	1301266483396.202
الولايات المتحدة الأمريكية	% 131.6	16,800,000,000,000	22108800000000
اليابان	% 60.7	4,901,529,519,266	29752284118194.462
روسيا الاتحادية	% 36.3	2,096,777,030,571	761130062097.273
فرنسا	% 43.1	2,734,949,064,749	1178763046906.819
إيطاليا	% 101.1	2,071,306,890,125	2094091265916.375
المملكة المتحدة	% 37.7	2,521,380,958,035	950560621179.195
كندا	% 66.3	1,826,768,562,832	1211147557157.616

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على :

- <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS> 17/04/2014 15 :30 pm

- <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD> 17/04/2014 15 :30 pm

المراجع والهوامش المعتمدة :

- ¹ - للإطلاع أكثر أنظر: http://www.wto.org/english/Tratop_e/serv_e/finance_e/finance_e.htm 15/05/20014 11:00AM.
- ² - http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_largest_financial_services_companies_by_revenue 06/10/2014 11:00 am.
- ³ - مجموع النواتج المحلية لدول العالم (إجمالي الناتج المحلي (GDP) عبارة عن القيمة السوقية لكل السلع النهائية والخدمات المعترف بها بشكل محلي والتي يتم إنتاجها في دولة ما خلال فترة زمنية محددة عادة ما تكون سنة).
- ⁴ - <http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf> 06/10/2014 11:00 am.
- ⁵ - عبد الحميد بحجت فايد، إدارة الإنتاج، الطبعة الثانية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، مصر، 2007، ص: 80.
- ⁶ - عثمان الكيلاني، وآخرون، المدخل إلى نظم المعلومات المحاسبية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص: 15.
- ⁷ - معالي فهمي حيدر، نظم المعلومات مدخل لتحقيق الميزة التنافسية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 12.
- ⁸ - محمد الصالح وآخرون، إستقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية: تسيير واتخاذ القرارات في إطار المنظور النظامي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص: 154.
- ⁹ - محمد الفيومي محمد، مقدمة في أصول محاسبة التكاليف، الدار الجامعية؛ الإسكندرية، مصر، 1990، ص: 13.
- ¹⁰ - مداني بن بلغيث، أهمية إصلاح النظام المحاسبي للمؤسسات في ظل أعمال التوحيد الدولية: بالتطبيق على حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص: 81.
- ¹¹ - Pierre conso, *La gestion financiere de l'entreprise*, édition vuibert 7^{eme} édition ,paris,1985, p07.
- ¹² - رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص: 42-44.
- ¹³ - خلدون إبراهيم شريفات، إدارة و تحليل مالي، مرجع سبق ذكره، ص: 94.
- ¹⁴ - حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص: 32.
- ¹⁵ - خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية المعاملات المالية - دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006 ص: 70.
- ¹⁶ - حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص: 15.
- ¹⁷ - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 424.
- ¹⁸ - حمدان الطاهر حيدر، مبادئ الإستثمارات، الطبعة الثانية، دار المستقبل للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2007، ص: 82.
- ¹⁹ - ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني و المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 280.

- ²⁰ - معامل بيتا (β): معامل يقيس المخاطر المنتظمة المتعلقة بأسهم شركة معينة، بالنسبة إلى مخاطر السوق، فإذا افترضنا أن معامل بيتا لأسهم شركة معينة يساوي 3 فهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون معدل تغير العوائد على السهم المعني ثلاث أضعاف معدل تغير عوائد أسهم السوق.
- ²¹ - نفس المرجع السابق، ص: 281.
- ²² - عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الإقتصاد القومي (تحليل كلي)، الطبعة الثانية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2008، ص: 217.
- ²³ - مراد محفوظ، التحول من القاع العام إلى القطاع الخاص " حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001، ص: 27-28.
- ²⁴ - O.C.D.E : Définition de références, détail des investissements internationaux, Paris 1983, P :14. site web: <http://www.oecd.org/17/04/2013 19:30 PM>.
- ²⁵ - نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للإستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 04.
- ²⁶ - ناصر دادي عدون، إقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998، ص: 11.
- ²⁷ - المؤسسة العامة للتعليم الفني والتدريب المهني، محاسبة شركات الأموال، الإدارة العامة لتصميم وتطوير المناهج، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2013، ص: 6.
- ²⁸ - منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصوصية المشروعات العامة، خلاصة الخبرات العالمية، مرجع سبق ذكره، ص: 69.
- ²⁹ - فارس فضيل، أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر و المملكة العربية السعودية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم و الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم: العلوم الاقتصادية فرع: التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004، ص: 177.
- ³⁰ - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرر المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 201.
- ³¹ - محسن أحمد الخيضر، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، إشتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006، ص: 54.
- ³² - ضياء المجيد الموسي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها (الأسهم، السندات)، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، ص: 17.
- ³³ - Corynne Jaffaux, Bourse et financement des entreprises, DALLOZ, Paris, 1994, p : 140.
- ³⁴ - صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الأول حول: حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الإقتصادي، المنعقد بكلية الإقتصاد، جامعة دمشق، من 15-16 أكتوبر 2008، ص: 11.