Global Journal of Economics and Business – Vol. 4, No. 1 , 2018, pp. 46 - 64
e-ISSN 2519-9293 , p-ISSN 2519-9285
Available online at http:// www.refaad.com

تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية، معوقات نموها ومرتكزات تطويرها دراسة تحليلية للفترة (٢٠٠٩-٢٠١٥)

عمار زودة

جامعة باتنة ١ – الجزائر
zoudaammar@yahoo.fr

حمزة بوكفة

جامعة أم البواقي – الجزائر
hamzabkf@yahoo.fr

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على واقع أسواق الأوراق المالية العربية من خلال التعرف على مستوى نشاطها وأدائها خلال الفترة (٢٠٠٩–٢٠١٥) بالاعتماد على مجموعة من مؤشرات الحجم والسيولة المعتمدة في هذا المجال، معتمدين في ذلك على المنهج الوصفي التحليلي مع الاستعانة بأسلوب دراسة حالة، وخلصت الدراسة إلى أن أسواق الأوراق المالية العربية شهدت تباينا في أدائها خلال فترة الدراسة، وأنها تعاني من فجوة أداء واضحة بسبب تأثرها بالأحداث العالمية والعربية الواقعة خلال فترة الدراسة، مما سمح لنا بتشخيص أهم المعوقات التي حالت دون تطورها التي تتمحور في مجملها إلى معوقات اقتصادية، سياسية، تشريعية وهيكلية تنظيمية، والتعرف على أهم مرتكزات تنشيطها لتحقق دورها الاقتصادي المنشود من خلال اتخاذ عدد من الإجراءات لرفع كفاءتها كإعادة النظر في كل من الأطر الاقتصادية، التشريعية، التنظيمية والمؤسسية، إلى جانب تبني السياسات المالية والنقدية السليمة، مع ضرورة التنسيق والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية كآلية لتدعيم التعاون العربي المشترك، على أن يتضمن هذا التنسيق توحيد الإجراءات والنظم التي تحكم العمل في الأسواق العربية وفقا لنظام موحد يتم تطويره بما يتلاءم مع الظروف العربية ويتوافق في الوقت نفسه مع التطورات العالمية.

الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية العربية، البورصات العربية، مؤشرات الأسواق المالية، حجم السوق، كفاءة أسواق المال.

CC BY

المقدمة:

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة في العديد من البلدان النامية بصفة عامة والعربية منها بصفة خاصة بالدعوة نحو إقامة أسواق للأوراق المالية (بورصات الأوراق المالية)، إيمانا منها بما تقوم به تلك الأسواق من دور هام في تهيئة المناخ الاستثماري الملائم، وكونها تعتبر أحد ثلاث عناصر السوق المالية والمكونة من سوق النقد الذي يقوم الجهاز البنكي بالدور الرئيسي فيها، وسوق رأس المال التي تتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين، وسوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيها بالأوراق المالية من الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة.

كما تعتبر أسواق الأوراق المالية آلية مهمة لتجميع الموارد المالية لدى أطراف المجتمع، وتوجيهها نحو الأطراف الاقتصادية، إذا فوجود أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من شأنه أن يحقق دورا مهما في تحسين أداء الجهاز المالي لها، وبالتالي تشجيع عملية

جمع المدخرات المتناثرة وتجنيدها لخدمة تنميتها الاقتصادية، إن هذه الأهمية جعلت جل البلدان العربية تفكر في اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل عن طريق إنشاء أسواق الأوراق المالية.

ولإنجاح الدور الذي يمكن أن تلعبه هذه الأسواق في دفع عجلة التنمية الاقتصادية لابد من توفر متطلبات ومقومات متكاملة تتفاعل من خلالها هذه الأسواق وتستند إليها في أداء واجباتها باقتدار، تلك المتطلبات التي تمكنها من الوصول إلى درجة عالية من الثقة بإجراءاتها عند إصدار وطرح الأوراق المالية على المستثمرين وعند تداول هذه الأوراق بين يدي المستثمرين في السوق الثانوية.

وفي هذا السياق ارتأينا أن يتمحور موضوع هذه الدراسة حول توصيف وتحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٥) بغية التعرف على أوضاعها وإبراز أهم خصائصها ومدى مساهمتها في إحداث تنميتها الاقتصادية، وبالتالي التعرف على معوقات تطورها ونموها ومحاولة صياغة مرتكزات تطويرها.

وعليه، تتمثل **إشكالية الدراسة** في محاولة الإجابة على سؤال رئيسي مفاده:

ما هي طبيعة أداء أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقات نموها ومرتكزات تطويرها؟

بناءً على إشكالية الدراسة التي تحدد إطارها، تقوم الدراسة على الفرضية التالية:

يتفاوت ويختلف أداء أسواق الأوراق المالية العربية من دولة إلى أخرى بسبب اختلاف ظروف نشأت أسواقها، وتتمثل أهم المعوقات التي حالت دون تحقيق أسواق الأوراق المالية العربية الدور المرجو منها اقتصاديا هو إحجام المستثمر العربي عن اللجوء إلى هذه السوق لتمويل مشاريعه وتفضيله لما تقدمه السوق النقدية من قروض، وبالتالي يستوجب اهتمام الحكومات العربية بالجانب التوعوي لإيجابيات هذه السوق.

بشكل عام وبهدف عرض نتائج الدراسة وتحليلها بطريقة علمية سليمة، سيستخدم الباحثين في سبيل ذلك **المنهج الوصفي التحليلي وأسلوب دراسة الحالة**، وذلك بالاستعانة بالمصادر والدراسات والتقارير العالمية والعربية السنوية ذات العلاقة بالموضوع وتعزيز تحليلها بالمؤشرات المئوية ومعدلات النمو والجداول الإحصائية والأشكال البيانية يتم تحليلها من طرف الباحثين ، سعيا لتحليل تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية في بلدانها.

أما **حدود الدراسة** الزمنية ارتأى الباحثين أن تكون خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٥)، وسبب اعتمادهما على سنة ٢٠٠٩ بداية حد الدراسة هو محاولة منهما تجنب تأثير تداعيات الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ على نتائج الدراسة، كون هذه الأزمة أثرت على جميع الأسواق العالمية ومصدرها خارج البلاد العربية.

للإحاطة بمختلف جوانب الدراسة واختبار فرضيتها التي تم بناؤها، ارتأينا أن تكون هذه الدراسة مشتملة على محورين يعكس محتواهما جوهر الموضوع وشموليته:

- **المحور الأول:** سيخصص لتوصيف وتحليل تطور أداء الأسواق العربية خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٥) بغية التعرف على أوضاعها من خلال جملة من المؤشرات الإحصائية ذات الصلة بالهدف؛

-أما **المحور الثاني:** سيخصص للتعرف على خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية ومن ثم محاولة صياغة أهم المرتكزات الواجب توفيرها من طرف الحكومات العربية لإنماء أسواقها لتحقق الدور التنموي المنوط بها.

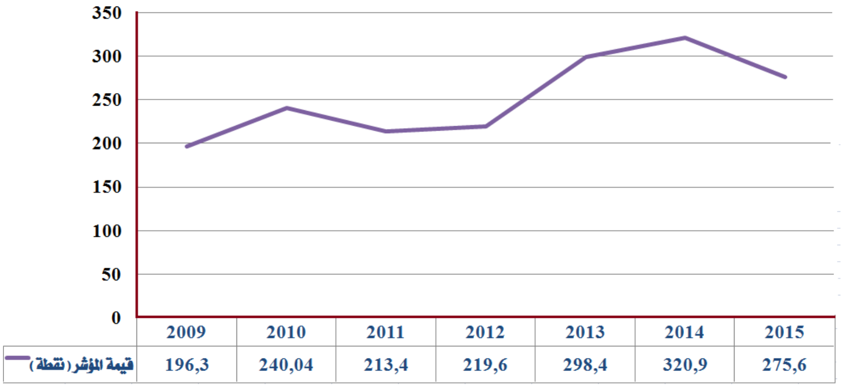
١. تحليل تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٥)

في هذا الصدد تؤكد البيانات المتاحة حدوث نشاط ملحوظ في أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة والتي يرصد تطوراتها كل من صندوق النقد العربي FMA واتحاد البورصات العربية AFE، وفيما يلي عرض لأهم مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٥).

١,١. تطور الأداء من خلال المؤشرات المركبة لأسعار أسواق الأوراق المالية العربية (٢٠٠٩-٢٠١٥): سنتطرق من خلال هذا العنصر إلى تحليل أداء الأسواق العربية للأوراق المالية من خلال ما تبرزه قيم المؤشرين المركبين لأسواق الأوراق المالية العربية. واللذان يقيسان أداء الأسواق العربية مجتمعة والصادرين عن مؤسستي صندوق النقد العربي واتحاد البورصات العربية، وهما: -المؤشر المركب لصندوق النقد العربي AMF Indices؛ - مؤشر إتحاد البورصات العربية S&P AFE 40 .

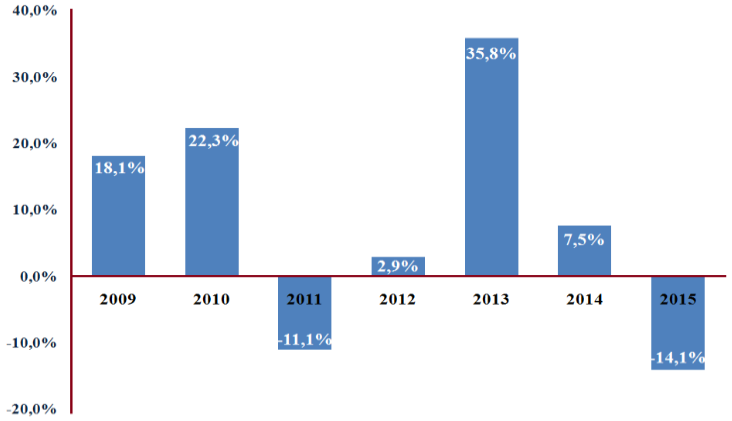
١.١.١.أداء الأسواق العربية من خلال المؤشر AMF Indices خلال الفترة (٢٠٠٩–٢٠١٥): عكس المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية المنضمة لقاعدة البيانات الخاصة بصندوق النقد العربي، تلك الانهيارات في المؤشرات السعرية لأسواق الأوراق المالية العربية، حيث بلغ نهاية عام ٢٠١٥ قيمة 275,6 نقطة مقارنة 320,9 نقطة خلال العام الماضي، مسجلا بذلك انخفاضا نسبته 14,1%، جاء ذلك انعكاسا لاستمرار انخفاض أسعار النفط العالمية وتداعيات ذلك على معدلات النمو الاقتصادي للدول العربية المصدرة للنفط، إلى جانب انعكاسات مخاوف تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي وتداعيات رفع البنك الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة. ومع ذلك فإنه وعند مقارنة أداء الأسواق العربية مجتمعة مع أداء أسواق الأوراق المالية العالمية والناشئة، كما يعكسها المؤشر المركب للصندوق، كان أداء الأسواق العربية متماشيا في هذا السياق، مع أداء معظم الأسواق المالية في الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية، حيث انخفضت مؤشرات MSCI للأسواق الناشئة في كل من أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية وأسواق شرق وجنوب آسيا بنسب 31,8 % و 15,7 % و 10,9 % على التوالي خلال عام ٢٠١٥. في المقابل، كان أداء الأسواق المالية في الاقتصادات المتقدمة أفضل بصورة ملحوظة، حيث سجلت معظم مؤشرات هذه الأسواق ارتفاعات متفاوتة خلال العام، إذ ارتفعت مؤشرات DAXالألماني و40 CAC الفرنسي و225 NIKKEI الياباني بنسب 10% و9,5% و9,1% على التوالي، فيما استقر مؤشر S&P-500 الأمريكي مع نهاية العام بتغير طفيف دون واحد في المائة.

أما بنهاية عام ٢٠١٤ سجل المؤشر ارتفاعا نسبته 7,5% مقابل نسبة ارتفاع بلغت نحو 35,8% عن عام ٢٠١٣، كما يوضحه الشكل (١) الذي يوضح تطور أسعار المؤشر المركب للصندوق خلال الفترة ٢٠٠٩–٢٠١٥. والشكل (٢) يوضح نسبة تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة ٢٠٠٩–٢٠١٥.[1]



الشكل (١) تطور قيمة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (٢٠٠٩–٢٠١٥)

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على: صندوق النقد العربي، **أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرات الفصلية للرباعيات الأخير للسنوات: ٢٠٠٩ –٢٠١٥.

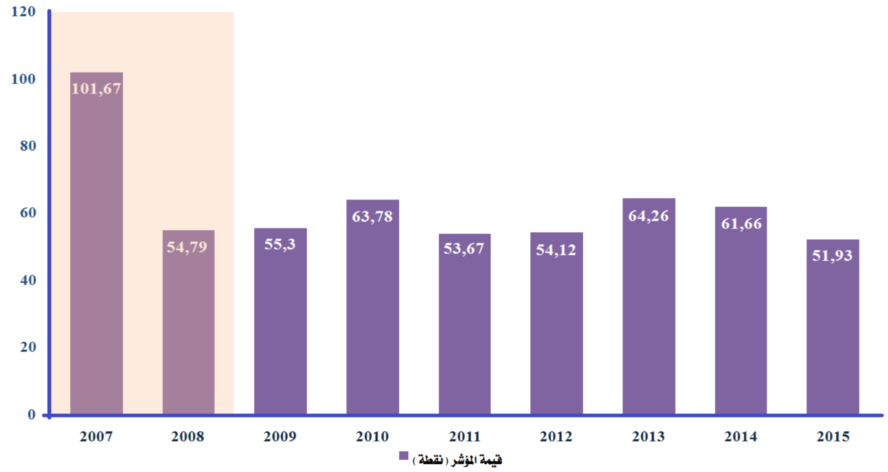


الشكل (٢) التغير النسبي في المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (٢٠٠٩–٢٠١٥)

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الشكل (١)

يتضح جليا أن أسعار المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بلغ ذروته خلال عامي ٢٠١٠ و٢٠١٣، حيث في عام ٢٠١٠ ارتفع ليصل إلى 240,04 نقطة محققا بذلك زيادة نسبتها 22,3% مقارنة بعام ٢٠٠٩، مما يدل على وجود تعافي نسبي لأسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨، أما مع نهاية عام ٢٠١٣ سجل المؤشر ارتفاعا كبيرا بلغت نسبته 35,8%، وبمقارنة أداء الأسواق العربية مجتمعة خلال هذا العام مع أداء الأسواق العالمية والناشئة كما يعكسها المؤشر المركب للصندوق، كان أداء الأسواق العربية متماشيا مع أداء الأسواق المالية الناشئة. ومن جهة أخرى يلاحظ من خلال الشكل السابق أن المؤشر المركب للصندوق حقق أدنى تراجعا له خلال عام ٢٠١١، حيث انخفض بنسبة 11,1%، ويرجع سبب هذا التراجع إلى الأحداث السياسية والأمنية التي عاشتها بعض الدول العربية والتي تعرف بثورات الربيع العربي، وخاصة كل من مصر وسوريا اللتين انخفضت مؤشرات أسعار أسهمهما خلال هذا العام بنسبة 49,28% و49,42% على التوالي.

٢,١,١. أداء الأسواق العربية من خلال المؤشر S&P AFE 40 خلال الفترة (٢٠٠٩–٢٠١٥): يتكون مؤشر إتحاد البورصات العربية S&P AFE 40 * من أكبر ٤٠ شركة والأكثر سيولة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وقد تم تصميم هذا المؤشر من خلال شراكة بين إتحاد البورصات العربية ومؤسسة ستاندرد أند بورز داو جونز للمؤشرات، وكان أول تاريخ لبداية حساب هذا المؤشر هو ٢٠٠٧/١٢/٢١، بقيمة أساس ١٠٠ نقطة، ومن خلال الشكل (٣) الموالي سيتم تحليل تطور هذا المؤشر خلال الفترة ٢٠٠٩– ٢٠١٥.



الشكل (٣) تطور قيمة مؤشر إتحاد البورصات العربية S&P AFE 40 للفترة (٢٠٠٩–٢٠١٥)

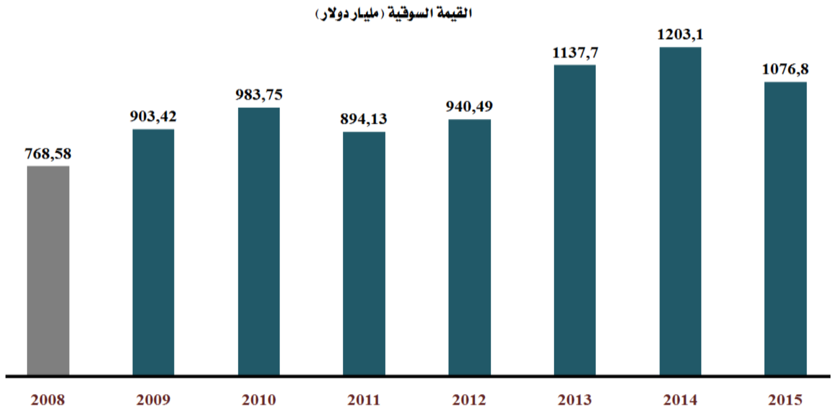
المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على: بيانات الموقع الرسمي لمؤسسة S&P Dow Jones Indices، بتاريخ ٢٠١٦/٠٣/١٤: http://us.spindices.com/indices/equity/sp-afe-40. – قيم المؤشر تعكس آخر قيمة حققها المؤشر نهاية كل عام.

يظهر البيان السابق مستوى تطور مؤشر اتحاد البورصات العربية بدءً من أول عام صدر فيه المؤشر، حيث سجل المؤشر أعلى قيمة له خلال أول عام له بنحو 101,67 نقطة، محققا بذلك ارتفاعا قدره 1,67 نقطة عن قيمة أساس المؤشر، ومباشرة مع تداعيات الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ سجل المؤشر انهيارا كبيرا مع نهاية عام ٢٠٠٨ ليحقق قيمة 54,79 نقطة، بنسبة انخفاض بلغت 46,10%، ليتعافى هذا المؤشر خلال عام ٢٠٠٩ ولكن بنسبة ضعيفة جدا لم تتجاوز ١%، أما عام ٢٠١٠ ونتيجة استرجاع الأسواق العربية عافيتها من تداعيات الأزمة المالية العالمية ارتفع المؤشر ليحقق قيمة 63,78 نقطة أي بنسبة زيادة 15,3% مقارنة بالعام السابق. والملاحظ أيضا خلال عامي ٢٠١١ و٢٠١٢ تراجع المؤشر إلى أدنى مستوياته نتيجة الظروف السياسية والأمنية التي تعيشها المنطقة العربية وتأثيرها على تداولات الأسواق العربية، ليرتفع مجددا سنتي ٢٠١٣ و٢٠١٤، ويعاود تراجعه عام ٢٠١٥ إلى أدنى مستوى له منذ تأسيسه بقيمة 51,93 نقطة بسبب انخفاض أسعار النفط وتأثيرها على الدول المصدرة له. وبمقارنة أداء مؤشري أسعار أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة –المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ومؤشر اتحاد البورصات العربية – يتضح أن سلوك أدائهما متشابه خلال الفترة ٢٠٠٩–٢٠١٥ وتأثرهما بالأحداث العالمية والعربية الواقعة خلال فترة الدراسة، إلى أن نسب التأثر في قيمة المؤشرين متفاوتة، ويرجع ذلك لحجم العينة التي يتكون منها كل مؤشر، ولهذا نلاحظ نسبة تغير المؤشر المركب للصندوق أكبر من نظيره الصادر عن اتحاد

البورصات العربية، باعتبار الأول يشمل كافة الأسواق العربية أما الثاني فيقتصر على ٤٠ شركة مختارة من مجموع الشركات المدرجة في الأسواق العربية.

٢,١. تحليل تطورات أسواق الأوراق العربية من خلال مؤشرات تقييم أدائها للفترة (٢٠٠٩-٢٠١٥): شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٩ إلى غاية عام ٢٠١٥، أداء غير مستقر بسبب تداعيات نابعة من أزمات عالمية وكذلك لظروف سياسية، أمنية واقتصادية عاشتها الدول العربية، وهو ما أكدته حركة مؤشرات أسعار الأسواق العربية خلال فترة الدراسة السابقة، ومن خلال هذا العنصر من الدراسة سنحاول الوقوف أمام تفاصيل أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة وأحيانا بصفة منفردة، بالاعتماد على أهم مؤشرات تقييم الأداء المعمول بها في هذا المجال، على النحو التالي:

١,٢,١. تطور إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٥): كان عام ٢٠١٥ عام تحد لأسواق المال العربية، فقد تواصل التراجع خلال العام في أداء هذه الأسواق، وهو التراجع الذي بدأ مساره منذ سبتمبر ٢٠١٤ مع بدء الانخفاض في أسعار النفط العالمية. فقد خسرت أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة خلال عام ٢٠١٥ نحو 143,6 مليار دولار من قيمتها السوقية، ما يمثل حوالي ١٢% من هذه القيمة، لتصل في نهاية ديسمبر ٢٠١٥ إلى 1076,8مليار دولار، ما يعادل ٣٨% من الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية، مقابل 1203,1مليار دولار ونحو 44,3% من ناتجها المحلي الإجمالي مع نهاية العام السابق ٢٠١٤. والشكلين (٤) و(٥) يوضحان ذلك.

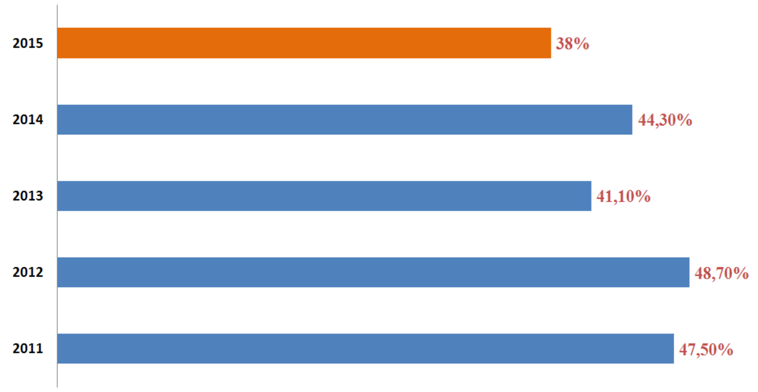


الشكل (٤) تطور إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٥

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على: قواعد بيانات صندوق النقد العربي:

- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي، النشرات الفصلية للربع الرابع، للسنوات: ٢٠٠٩، ٢٠١٠، ٢٠١٥؛
- صندوق النقد العربي، **التقرير الاقتصادي العربي الموحد**، فصل الجداول الإحصائية، للسنوات: ٢٠١١- ٢٠١٣.
- موقع اتحاد البورصات العربية، تم تصفحه بتاريخ ٢٠١٦/٠٤/١٢:

http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx



الشكل (٥) إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية إلى الناتج المحلي الإجمالي (٢٠١١-٢٠١٥)

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على: قواعد بيانات صندوق النقد العربي:

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، فصل الجداول الإحصائية، للسنوات: ٢٠١١، ٢٠١٢، ٢٠١٣؛
- **الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي**، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام ٢٠١٥،

كان تأثير الانخفاض في أسعار النفط العالمية، العامل الأبرز في تراجع أداء أسواق المال العربية خلال عام ٢٠١٥، خصوصا لدى الدول العربية المصدرة للنفط، حيث انعكس الانخفاض المتواصل في أسعار النفط في انكماش السيولة وعلى نظرة وثقة المستثمرين للآفاق المستقبلية لاقتصاديات هذه الأسواق، إلا أنه لم يكن التراجع في أسعار النفط العامل الوحيد، فقد انعكس التباطؤ في تعافي الاقتصاد العالمي وتراجع توقعات أداء الاقتصاديات الناشئة وتحديدا الاقتصاد الصيني، إلى جانب تداعيات رفع أسعار الفائدة الأمريكية ومخاوف العودة إلى السياسات النقدية الاعتيادية، سلبا على أداء أسواق الأوراق المالية في الاقتصاديات الناشئة والنامية، ومنها اقتصاديات الدول العربية. كذلك لم تستفد الدول العربية المستوردة للنفط من الحيز المتاح من جراء انخفاض الأسعار العالمية، على الرغم من الجهود الكبيرة للسلطات لدى هذه الدول في إدخال إصلاحات اقتصادية، ذلك أن بعض هذه الدول تأثرت بالإضافة إلى العوامل السابقة، بتطورات وأحداث داخلية، رفعت من مخاوف المستثمرين. كما رافق ذلك كله، انكماش نمو الإرباح الصافية لمعظم الشركات العربية، هذا وكان التراجع ملحوظا وملموسا لدى الشركات في قطاعات مثل الصناعات البتروكيماوية، وقطاع شركات العقار والإنشاءات، قطاع الاتصالات، الخدمات الفندقية، وهو ما انعكس على أسعار شركات هذه القطاعات خلال العام. كذلك وفي السياق نفسه، ساهمت الارتفاعات في عجز الموازنات العامة لدى أغلب الدول العربية خلال العام، ولجوء السلطات فيها إلى أسواق التمويل المحلية لتمويلها، وتحديدا من خلال إصدار سندات الخزانة، في امتصاص جزء من السيولة المتاحة وارتفاع تكلفة التمويل الممكن توفيره للاستثمار في أسواق الأوراق المالية. [٢]

أما أداء الأسواق العربية خلال السنوات السابقة لعام ٢٠١٥ كما يبرزه الشكل (٤) السابق، يمكن تلخيصه في الآتي:

- كان أداء أسواق الأوراق المالية خلال عام ٢٠٠٩ متفاوتا، حيث واصلت الأسواق العربية في الأشهر الأولى من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية، ومع بداية النصف الثاني من عام ٢٠٠٩ بدأت هذه الأسواق أسوة ببقية الأسواق العالمية والناشئة تعافيها لتنتهي عام ٢٠٠٩ على زيادة في قيمتها السوقية بنحو 17,4% مقارنة بعام ٢٠٠٨ لتستقر عند قيمة 903,42 مليار دولار؛

-أما خلال عام ٢٠١٠ نلاحظ وجود تحسن تدريجي في أداء الأسواق العربية من خلال ارتفاع القيمة السوقية للأسواق العربية مجتمعة لتبلغ 983,75 مليار دولار نهاية العام، لتحقق في ذلك زيادة بقيمة 80,3 مليار دولار مقارنة بالسنة الماضية، وإن كانت هذه الزيادة لا تزال بعيدة عن مستوياتها قبل الأزمة المالية العالمية في معظم الأسواق؛

- في حين شهد عام ٢٠١١ اضطرابات حادة في أداء غالبية الأسواق العربية بتراجع القيمة السوقية لها إلى مستوى 894,4 مليار دولار، ويرجع ذلك الاضطراب إلى الأحداث التي عاشتها بعض الدول العربية وخاصة بمصر بداية من عام ٢٠١١، مما أدى إلى تزايد مخاوف المستثمرين من تداعيات هذه الأحداث، وبالتالي خسرت الأسواق العربية مجتمعة قرابة ١٤١مليار دولار (قرابة ١٤% من قيمتها السوقية) وذلك خلال خمسة أسابيع فقط من الفترة الممتدة من ٢٥ فيفري إلى ٤ مارس ٢٠١١؛

-يتضح أيضا أن عام ٢٠١٢ شهدت الأسواق العربية تحسنا طفيفا في أدائها، إلا أنه لا يرق إلى المستوى المطلوب وذلك بسبب استمرار الاضطرابات التي كانت سائدة في بعض الدول العربية كمصر وسوريا والعراق؛

-أما عام ٢٠١٣ فقد كان عاما مميزا لأسواق الأوراق المالية العربية، فإلى جانب ترقية بعض الأسواق إلى مرتبة الأسواق الناشئة، كان أداء الأسواق المالية العربية بصورة مجتمعة أفضل من أداء جميع الأسواق الناشئة، فقد استعادت هذه الأسواق ما قيمته ٢٠٠ مليار دولار من قيمتها السوقية الإجمالية، لتصل هذه القيمة إلى نحو ١١٣٨ مليار دولار نهاية عام ٢٠١٣، أي ما يعادل حوالي 41,1% من الناتج المحلي الإجمالي لمجموع الدول العربية؛

-وفي سياق مماثل ارتفعت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية بنحو 5,7% خلال عام ٢٠١٤ لتبلغ نحو ١٢٠٣ مليار دولار، لتكسب هذه الأسواق ما مقداره ٦٦ مليار دولار من قيمتها السوقية. وهو ما يعادل 44,3% من الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية مجتمعة.

٢,٢,١.تطور إجمالي سيولة أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٥): عرفت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام ٢٠١٥، نقص في السيولة كما تعبر عنه مؤشرات التداول الموضحة من خلال بيانات الجدول (١) الذي يبرز تطو مؤشرات قياس سيولة الأسواق العربية والمتمثلة في قيمة وكمية تداول الأسواق العربية ومعدل دورانها خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥.*

الجدول (١) تطور مؤشرات تداول أسواق الأوراق المالية العربية للفترة (٢٠١٠-٢٠١٥)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015
قيمة التداول (مليار دولار)	381,03	395,46	624,40	534,3	835,33	572,5
عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	211,67	156,35	270,65	401,53	416,70	413,98
معدل الدوران %	38,2	45,2	66	47	69,4	53,16

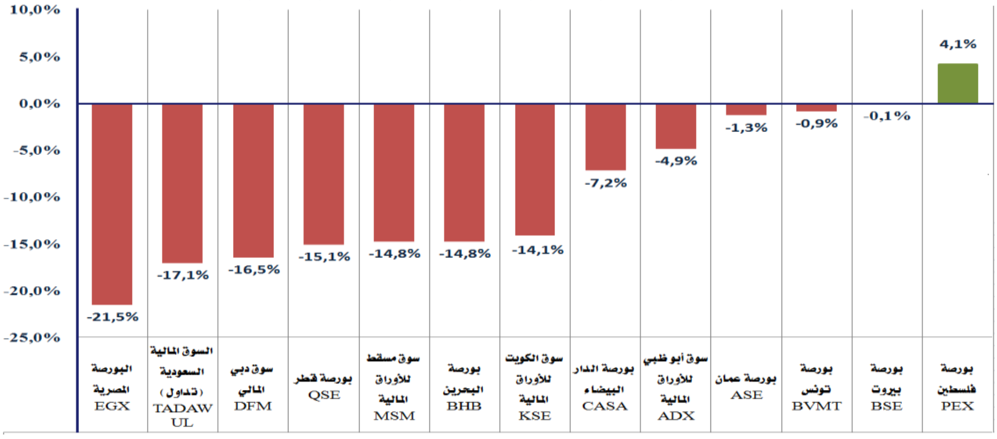
المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، **التقرير الاقتصادي العربي الموحد**، فصل الجداول الإحصائية، للسنوات: ٢٠١٢-٢٠١٥.
- بالنسبة لسنة ٢٠١٥: موقع اتحاد البورصات العربية، تم تصفحه بتاريخ ٢٠١٦/٠٧/٠٢:
http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx

تعكس بيانات الجدول (١) أعلاه قيمة الأسهم المتداولة خلال العام ٢٠١٥ حيث بلغت حوالي 572,5 مليار دولار، بنسبة تراجع 31,5% بالمقارنة مع القيمة المماثلة المسجلة خلال العام السابق ٢٠١٤، البالغة نحو 835,3 مليار دولار، لينخفض بناء عليه معدل دوران الأسهم العربية من مستوى 69,4% عام ٢٠١٤ إلى نحو 53,16 % عام 2015، ويعتبر معدل الدوران المسجل في عام ٢٠١٤ الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨، عندما بلغ هذا المعدل آنذاك نحو 38,5%، علما أن هذا المعدل كان قد تجاوز ١٠٠% في سنوات ما قبل الأزمة.

٣,٢,١.تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية انفراديا خلال عامي ٢٠١٤، ٢٠١٥: من خلال هذا العنصر سنحاول التعرف على أداء أسواق الأوراق المالية العربية انفراديا، وذلك لقياس الحجم النسبي والأداء الفردي لمعظم أسواق الدول العربية، ولتحقيق ذلك ارتأينا أن نجعل فترة الدراسة سنتي ٢٠١٤ و٢٠١٥، من خلال الاعتماد على المؤشرات التالية:

١,٣,٢,١.تطور مؤشرات أسعار أسواق الأوراق المالية العربية خلال عامي ٢٠١٤، ٢٠١٥: خلال عام 2015 تراجعت جميع مؤشرات أسعار الأسهم للأسواق المالية العربية مقيمة بالعملات المحلية باستثناء بورصة فلسطين والتي ارتفع مؤشرها بنسبة 4,1% مقارنة مع عام ٢٠١٤، ويمكن تتبع نسبة التغير في مؤشرات أسعار أسهم الأسواق العربية خلال عام ٢٠١٥ من خلال الشكل (٦).



الشكل (٦) نسبة تغير مؤشرات أسعار أسهم الأسواق العربية لعامي ٢٠١٤، ٢٠١٥

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على: بورصة عمان، **التقرير السنوي السابع عشر** ٢٠١٥، الأردن، ٢٠١٦، ص:١٧.

يتضح من الشكل (٦) أن البورصة المصرية سجلت أكثر نسبة انخفاض مقارنة مع الأسواق المالية العربية الأخرى بنسبة 21,5%تليها السوق المالية السعودية بنسبة 17,1%، وسوق دبي المالي بنسبة 16,5%. كما انخفضت مؤشرات أسعار الأسهم في كل من بورصة قطر وسوق مسقط للأوراق المالية وبورصة البحرين وسوق الكويت للأوراق المالية وبورصة الدار البيضاء وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 15,1%، 14,8%، 14,8%، 14,1%، 7,2% و 4,9% على التوالي، أما بورصة بيروت وبورصة تونس وبورصة عمان فقد سجلت أدنى نسب انخفاض خلال العام مقارنة مع بقية الأسواق العربية حيث انخفضت بنسبة 0,06% ،0,90%، 1,3% على التوالي.

ساهمت هذه الانخفاضات السعرية، مع الاستقرار النسبي في مؤشرات الربحية، في انخفاض ملحوظ في مضاعفات الأسعار للأسواق العربية (P/E) *، التي وصلت لمستويات جاذبة، فقد وصل مضاعف السعر للأسواق العربية مجتمعة إلى نحو 11,3 مرة، حيث كان المضاعف دون ١٢ مرة لدى معظم الأسواق العربية، باستثناء بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس وسوق الكويت بمعدلات تراوحت بين 13و ١٦ مرة مع نهاية عام ٢٠١٥، فيما وصل مضاعف السعر لدى سوق دمشق للأوراق المالية إلى 1,6 مرة، الأقل بين الأسواق العربية.

٢,٣,٢,١. التوزيع النسبي للقيمة السوقية الإجمالية على الأسواق العربية لعام ٢٠١٥: حسب البيانات الصادرة عن صندوق النقد العربي، فقد انخفضت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية في نهاية عام 2015 بنسبة ١٢% لتصل إلى 1076,8 مليار دولار أمريكي مقابل 1203,1مليار دولار في نهاية عام ٢٠١٤. وقد احتلت السوق المالية السعودية المرتبة الأولى من حيث القيمة السوقية مقارنة مع باقي الأسواق العربية، حيث بلغت القيمة السوقية لها ٤٢١ مليار دولار أي ما نسبته 39% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية مجتمعة عام ٢٠١٥، الجدول (٢) والشكل (٧) يوضحان ذلك.

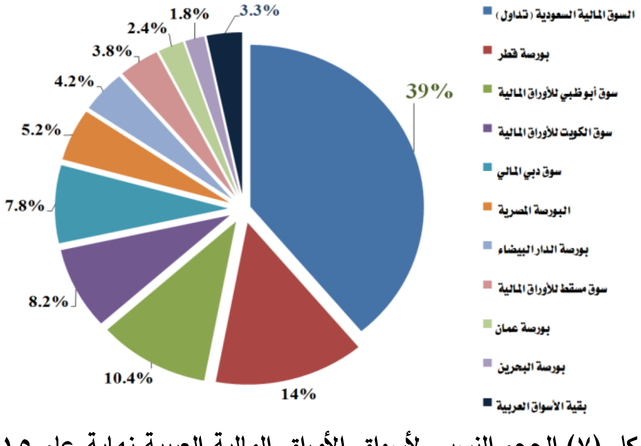
الجدول (٢) القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية لعام ٢٠١٥

السوق	القيمة السوقية (مليار دولار)	السوق	القيمة السوقية (مليار دولار)
السوق المالية السعودية (تداول) (TADAWUL)	421,0	بورصة عمان (ASE)	25,36
بورصة قطر (QSE)	151,5	بورصة البحرين (BHB)	19,09
سوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX)	111,9	بورصة بيروت (BSE)	11,22
سوق الكويت للأوراق المالية (KSE)	87,79	بورصة تونس (BVMT)	8,77
سوق دبي المالي (DFM)	83,95	سوق العراق للأوراق المالية (ISX)	7,72
البورصة المصرية (EGX)	55,73	بورصة فلسطين (PEX)	3,33
بورصة الدار البيضاء (CASA)	45,64	سوق الخرطوم للأوراق المالية (KHARTOUM)	2,25
سوق مسقط للأوراق المالية (MSM)	40,98	سوق دمشق للأوراق المالية (DSE)	0,427
		بورصة الجزائر (BA)	0,15
المجموع	≈ 1076,8		

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- موقع اتحاد البورصات العربية، تم تصفحه بتاريخ ٢٠١٦/٠٦/١٥:

http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx

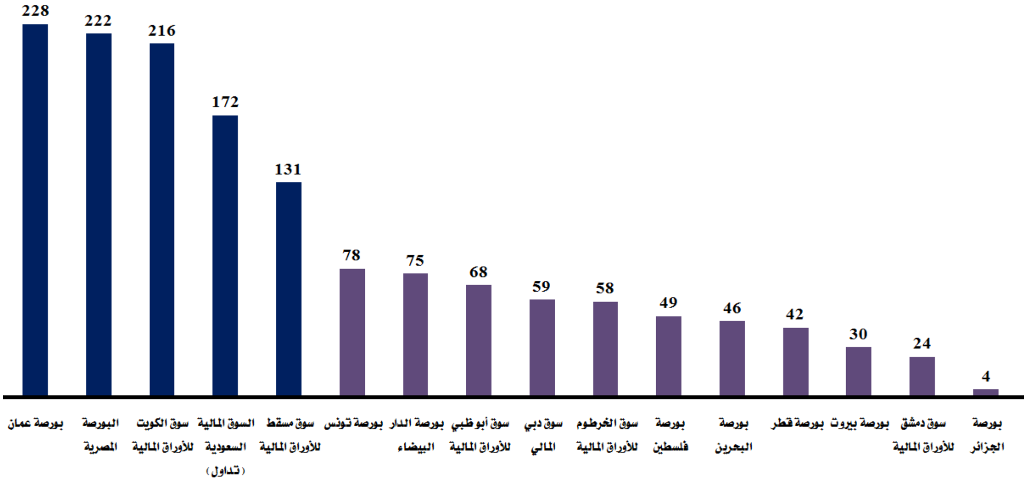


الشكل (٧) الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام ٢٠١٥
(النسبة المؤوية من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية)

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على: بيانات الجدول السابق.

أما في المرتبة الثانية عربيا فكانت لبورصة قطر بقيمة سوقية 151,5 مليار دولار مقابل حجم نسبي بنحو ١٤% من إجمالي القيمة السوقية عربيا، يليها في الترتيب كل من أسواق أبو ظبي، الكويت ودبي بقيمة سوقية 111,9، 87,79 و 83,95 مليار دولار على التوالي وبحجم نسبي 10,04%، 8,2 و7,8% على التوالي كما هو متضمن في الشكل (٧)، في حين ظهر الحجم النسبي لأسواق كل من مصر، المغرب، سلطنة عمان، الأردن والبحرين يتراوح ما بين 1,5%و 5,5%، أما باقي الدول العربية أين نجد بورصة الجزائر ضمنها لم يتجاوز حجما النسبي 0,01% مقابل قيمة سوقية بنحو 0,15 مليار دولار وبهذا تكون الأضعف أداء ضمن أسواق الأوراق المالية العربية، وفي الجوار نجد بورصة الدار البيضاء بالمغرب استطاعت أن تحتل المرتبة السابعة ضمن الأسواق العربية بقيمة سوقية بلغت 45,64 مليار دولار مقتربة بذلك لأداء السوق المصرية، وحتى بورصة تونس تجاوز حجمها وأداؤها تقريبا بعشرة أضعاف أداء بورصة الجزائر بتحقيقها لمبلغ 8,77 مليار دولار و0,8% كقيمة سوقية وحجم نسبي على التوالي.

٣,٣,٢,١. عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام ٢٠١٥: ارتفع إجمالي عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام ٢٠١٥ ليبلغ عددها ١٥٠٢ شركة، مقارنة بعدد الشركات التي كانت مدرجة في الأسواق العربية عام ٢٠١٤ والتي بلغ عددها حوالي ١٤٩٦ شركة، أما توزيع هذه الشركات على مختلف الأسواق العربية حتى نهاية عام ٢٠١٥ يلخصها الشكل (٨) التالي:



الشكل (٨) عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام ٢٠١٥ (شركة)

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، **أداء أسواق الأوراق المالية العربي**، النشرة الفصلية الربع الرابع، العدد ٨٣، ٢٠١٥، ص:٩١.
- موقع بورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ ٢٠١٦/07/١٢: http://www.sgbv.dz/ar/?page=histo_boc

يتضح من الشكل أعلاه الاتجاه التنازلي لعدد الشركات المدرجة والمتداول قيمها بأسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام ٢٠١٥، ويلاحظ ارتفاع الأهمية النسبية لبورصة عمان بالأردن في إجمالي عدد الشركات المدرجة بالأسواق العربية، حيث بلغت حصتها النسبية 15,2% من خلال ٢٢٨ شركة مدرجة بالبورصة، تليها مباشرة وبفارق ضئيل كل من البورصة المصرية وسوق الكويت من خلال إدراجهما ٢٢٢ و ٢١٦ شركة على التوالي، والملاحظ أن السوق المالية السعودية، ومع تصدرها لأسواق الأوراق المالية العربية من خلال القيمة السوقية المحققة إلا أن عدد الشركات المدرجة بها بلغ ١٧٢ شركة فقط مع نهاية عام ٢٠١٥، حيث شهدت كل من بورصة بيروت وسوق دمشق للأوراق المالية وبورصة الجزائر أدنى مستويات الإدراج بلغ ٣٠، ٢٤ و٤ شركة على التوالي، وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية.

٤,٣,٢,١. مؤشرات سيولة أسواق الأوراق المالية العربية لعام ٢٠١٥: سنسعى من خلال هذا العنصر دراسة سيولة أسواق الأوراق المالية العربية انفراديا، من خلال مؤشراتها الأساسية والمتمثلة أساسا في قيمة التداول ومعدل دوران الأسهم اعتمادا على بيانات عام ٢٠١٥، كما يلخصها الجدول (٣) التالي:

الجدول (٣) مؤشرات سيولة أسواق الأوراق المالية العربية انفراديا لعام ٢٠١٥

السوق	قيمة التداول (مليار دولار)	نسبة قيمة التداول (%)	* معدل الدوران (%)
السوق المالية السعودية (تداول)	442,83	77,34	105,18
سوق دبي المالي	41,251	7,21	49,14
بورصة قطر	25,676	4,48	16,94
البورصة المصرية	17,772	3,10	31,89
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	16,399	2,86	14,65
سوق الكويت للأوراق المالية	13,211	2,31	15,05
بورصة عمان	4,819	0,84	19
بورصة الدار البيضاء	4,089	0,71	8,96
سوق مسقط للأوراق المالية	3,547	0,62	8,66
بورصة تونس	0,981	0,17	11,19
بورصة بيروت	0,629	0,11	5,61
سوق العراق للأوراق المالية	0,412	0,07	5,34
بورصة فلسطين	0,320	0,06	9,59
بورصة البحرين	0,291	0,05	1,53
سوق الخرطوم للأوراق المالية	0,271	0,05	12
بورصة الجزائر	0,011	0,00	8,22
سوق دمشق للأوراق المالية	0,003	0,00	0,85
المجموع	572,512	%100	% 53,16

معدل الدوران= قيمة الأسهم المتداولة ÷ القيمة السوقية للأسهم

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

– موقع اتحاد البورصات العربية: تم تصفحه بتاريخ : ٢٠١٦/٠٧/١٢:
www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx

– موقع بورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ ٢٠١٦/07/١٢: www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc

تم احتساب قيمة التداول لبورصة الجزائر بناء على متوسط أسعار صرف الدينار مقابل الدولار سنة ٢٠١٥. ١دولار = ١١٠ دج

يتضح من بيانات الجدول أعلاه وحسب مؤشري السيولة، ما يلي:

– **بالنسبة لقيمة الأسهم المتداولة:** فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام ٢٠١٥ حوالي 572,5 مليار دولار، مسجلة بذلك تراجعا تجاوز ٢٦٠ مليار دولار بالمقارنة مع القيمة المسجلة عن عام ٢٠١٤، تظهر بيانات الجدول أن السوق المالية السعودية الأكثر تداولا عربيا، حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة بها نحو 442,8 مليار دولار مقابل حصة قيمتها 77,34% من إجمالي قيمة تداول الأسواق العربية لعام ٢٠١٥، لتتوزع بقية الحصة على الأسواق العربية الأخرى، حوالي ٢٠% منها كانت من نصيب خمسة أسواق هي؛ سوق دبي، بورصة قطر، البورصة المصرية، سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق الكويت للأوراق المالية، والتي بلغت قيمة التداول فيها على التوالي: 41,25، 25,67، 17,77، 16,39 و13,21 مليار دولار، أما بقية الأسواق العربية الإحدى عشر مجتمعة لم تتجاوز حصتها 2,66% من إجمالي قيمة التداول، أدناها سجل في كل من بورصة الجزائر وسوق دمشق للأوراق المالية.

– **أما بالنسبة لمعدلات الدوران:** وفي نفس السياق حافظ السوق السعودي على المرتبة الأولى بين الأسواق المالية العربية فيما يتعلق بمعدل الدوران خلال عام ٢٠١٥، حيث وصل المعدل إلى 105,18%، متأثرا نسبيا بالسماح للمستثمر الأجنبي بالتداول المباشر في السوق ابتداء من منتصف عام ٢٠١٥. مع ذلك، كان معدل الدوران للسوق السعودي، أقل من المعدل المسجل للسوق نفسه في العام الماضي ٢٠١٤، حين وصل إلى 138,1 % (الأعلى سنويا لهذه السوق منذ الأزمة المالية العالمية). جاء سوق دبي المالي في المرتبة الثانية بمعدل دوران 49,14 %، في تراجع مقارنة مع السنوات السابقة. وباستبعاد السوق المالية السعودية، فإن معدل دوران بقية الأسواق العربية مجتمعة عن عام ٢٠١٥ يكون قد بلغ نحو 19,47%، في حين كان المعدل أقل من ١٥ % لدى معظم بقية أسواق الأوراق المالية العربية عن عام ٢٠١٥، عاكسا بذلك انكماش السيولة المتاحة.

٢. خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية ومرتكزات تطويرها

في هذا المحور سنحاول رصد أهم الخصائص التي تميز أسواق الأوراق المالية العربية، إضافة إلى المعوقات التي تحول دون نموها. ومن ثم محاولة التعرف على أهم مرتكزات تطويرها.

١،٢.خصائص أسواق الأوراق المالية العربية: إن عملية رصد الوضع الراهن لأسواق الأوراق المالية العربية يكشف عن وجود عدد من الخصائص الأساسية المشتركة التي تتميز بها، وإذا كان لكل سوق خصوصيتها التي تشتق من ظروف نشأتها ونمط تشريعاتها ونظمها وهياكلها، فإن لهذه الأسواق قاسما مشتركا من الخصائص الرئيسية التي يمكن حصرها في الآتي:

١،١،٢.ضآلة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية: ويقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية، حيث بلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية حوالي ١٠٠ شركة سنة ٢٠١٥، ويعتبر هذا العدد منخفضا مقارنة مع الأسواق الناشئة والمتقدمة، حيث يصل متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة حوالي ٣٠٠ وفي الأسواق المتقدمة ٧٠٠ شركة. وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية. كما تتصف الأسواق العربية أيضا بانخفاض مؤشر نشاط السوق، الذي يقاس بمعدل حجم الأسهم المتداولة منسوبة إلى مجموع الأسهم المدرجة في السوق (مؤشر معدل دوران السهم)، حيث لا تتجاوز هذه النسبة في الأسواق العربية ٢٥%، بينما تصل هذه النسبة في الأسواق الناشئة الأسيوية حوالي ٧٥%.[٣]

٢،١،٢. الدور المحدود للمستثمر المؤسسي في عملية التداول وقيادة السوق: يلاحظ أن من أهم أسباب انخفاض الطلب في الأسواق العربية هو ضآلة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في أسواق الأوراق المالية العربية.[٤] ومن الأسباب التي أدت إلى بروز أهمية المستثمر المؤسسي في أسواق الأوراق المالية مزاياه واختلافاته عن المستثمر الفردي وذلك من خلال مساهمته في صناعة سوق الأوراق المالية وبالتالي تحقيق العمق والاتساع فيها، والمساهمة في إكسابها صفة الاستمرارية والسيولة بالكلفة المناسبة وفي الوقت وبالسرعة المناسبين،[٥] والملاحظ أن دور المستثمر المؤسسي لا يتجاوز ٤٠% من حجم التعامل في الأسواق العربية، كسوق أبو ظبي للأوراق المالية، سوق دبي المالي وسوق الكويت والبورصة المصرية، في المقابل سجلت السوق المالية السعودية أدنى نسبة تعاملات المستثمرين المؤسسيين حيث لم تتجاوز نسبة ١١%، أما سوق مسقط للأوراق المالية تجاوزت فيها نسبة تعاملات المستثمرين المؤسسين نسبة ٧١%، لتعادل ما تحققه مثيلاتها في بعض الدول المتقدمة، في حين سيطر المتداولون الأفراد على التعاملات في كل من السوق المالية السعودية بنسبة 89,8% وبنسبة 62,4% 71,9% في كل من سوق أبو ضبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي على التوالي.[٦]

٣،١،٢. ارتفاع درجة تركيز التداول وانخفاض الطاقة الاستيعابية في الأسواق العربية : يقصد بدرجة تركيز التداول عدد الشركات التي يتم التداول في أسهمها في معظم الأحيان مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق، حيث تعاني كل أسواق الأوراق المالية العربية من انخفاض عدد الشركات الواعدة ذات الأسهم المجزية.[٧] أما في ما يتعلق بانخفاض الطاقة الاستيعابية للأسواق العربية التي يقصد بها مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة والقيمة السوقية بالنسبة للناتج المحلى الإجمالي والادخار المحلي الإجمالي، ويلاحظ انخفاض القيمة السوقية إلى الناتج المحلى الإجمالي إلى أقل من ٥٠% في معظم الأسواق العربية، في حين نجدها في معظم الأسواق الناشئة تتجاوز نسبة ١٥٠%.

٤،١،٢. تدني قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة: يعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق عندما تمتاز بالكفاءة هي تحقيق السيولة للأوراق المالية، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المتعامل المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به أسواق الأوراق المالية العربية من ضعف في سيولتها من خلال دراسة تطور معدل دوران الأسهم الذي سجل انخفاضا كبيرا في معظم الأسواق العربية خلال عام ٢٠١٥، حيث بلغ هذا المعدل في بورصة البحرين نسبة 1,5%، وسوق العراق للأوراق المالية بنحو 5,34% أما البورصة المصرية وبورصة الدار البيضاء استقر هذا المعدل فيهما بنسبة 31,89% و8,96%على التوالي، باستثناء السوق المالية السعودية التي حققت أعلى معدل دوران أسهم بنسبة 105,17%، في حين تبلغ هذه المعدلات في الدول الناشئة كجمهورية كوريا مثلا بنحو 149,8% وجنوب إفريقيا ٢٦٦% وذلك عام ٢٠١٤، بالإضافة إلى انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا في الأسواق العربية، وعدد أيام التداول في السنة.[٨]

٥،١،٢. التقلبات (التذبذبات) الشديدة في حركة أسعار الأوراق المالية: من الخصائص الأساسية التي تميز أسواق الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويرجع ذلك إلى اعتماد الشركات العربية على المصادر التقليدية

والخارجية للتمويل والمتمثلة في القروض بدل إصدار المزيد من الأسهم، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدى إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، وبالتالي فإن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية العربية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها، حيث بلغ معدل تقلب أسعار أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة في عام نسبة 22,4%. ومن خلال الدراسات المنجزة في هذا الإطار يتم إرجاع أهم الأسباب المؤدية للتقلبات أو التذبذبات المفاجئة والغير مبررة، التي تتسم بها أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم ارتباط أسعار الأسهم بهذه الأسواق بالمؤشرات الأساسية للاقتصاد الكلي، وازدياد التكامل المشترك للأسواق العربية مع الأسواق العالمية والإقليمية، الأمر الذي يزيد من حساسية هذه الأسواق للمستجدات الإقليمية والعالمية معا.[٩]

٦,١,٢. قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولية: تعانى أسواق الدول العربية من تدنى الطلب على الأوراق المالية ولعل ذلك يرجع بصفة أساسية إلى انخفاض معدلات الدخول النقدية والادخار الفردي في عديد من الدول العربية، حيث بلغت نسبتها إلى كل من الناتج المحلى من جهة والقروض والتسهيلات البنكية من جهة أخرى نحو ٤%،١٠% على التوالي. ولعل محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية، بالإضافة إلى رغبتهم في السيطرة على إدارة مؤسساتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات والتزامها بقواعد الشفافية والإفصاح ومعايير المحاسبة الدولية في كثير من الأسواق العربية، من أهم مصادر ضعف السوق الأولية، بالإضافة إلى غياب مؤسسات التصنيف وترويج وضمان الاكتتاب والتي من شأنها أن تزيد من إقبال المستثمرين على الإصدارات الجديدة نظرا لما توفره من مساعدة تمكن من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.[١٠]

٢,٢. معوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية: تعددت المظاهر والخصائص السلبية بأسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات الأخيرة، نتيجة محدودية الوعي الاستثماري وضعف مستوى الإفصاح والشفافية، انتشار الشائعات، حتى أصبحت الشائعات هي التي توجه السوق في أحيان كثيرة وليست المعلومات، إلى جانب محدودية الأدوات الاستثمارية، وضعف الاستثمار المؤسسي، وتغلب الاستثمارات الفردية، وسيطرة المضاربين على حركة الأسواق، وخلق أسعار مصطنعة، وضعف الأجهزة الرقابية، وبطء تدخلها، وغياب صانع السوق[*]، وتواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وتتمثل أهم تلك المعوقات في النقاط التالية :

١,٢,٢. ضعف الإطار التشريعي الملزم للشركات المدرجة في الأسواق العربية: في هذا الصدد أشارت دراسة أجريت من طرف المعهد العربي للتخطيط[**] على أن كل أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من ضعف قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، وخصوصا تلك المتعلقة بحوكمة الشركات، مشيرة إلى غياب الاستقلال المالي والإداري لأسواق الأوراق المالية العربية، وغياب أو ضعف الإطار التشريعي الملزم للشركات المدرجة في الأسواق العربية بالتقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح في شأن معلوماتها في التقارير المالية.[١١]

٢,٢,٢.العقبات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية: من المعروف بأنه لا يمكن تطوير أسواق الأوراق المالية العربية بمعزل عن التطورات في الأوضاع الاقتصادية لهذه الدول، وعلى ضوء ذلك فإن ضعف الترابط بين هذه الأسواق يعكس بالضرورة الخلل الهيكلي في اقتصاديات الدول العربية، وتشير الدراسات المتعلقة بالاقتصاديات العربية إلى أن هناك تباينا واضحا في اقتصادياتها وكذلك في السياسات المالية والنقدية التي تنتهجها، بالإضافة إلى غياب التنسيق والتكامل فيما بينها، إضافة إلى ما تقدم فإن المبادلات التجارية فيما بين الدول العربية لا زالت متدنية حيث أن التجارة العربية البينية لازالت لم تتجاوز ١٠% عام ٢٠١٤، الأمر الذي يتطلب بذل المزيد من الجهود لتعزيز وتنشيط التجارة العربية البينية.[١٢] إن التباين المشار إليه سابقا وما ينجم عن ذلك من اختلافات في الهياكل الاقتصادية العربية ومستويات الرفاه الاقتصادي تؤثر في السياسات الاقتصادية التي تنتهجها الدول العربية، بما في ذلك السياسات النقدية والمالية وما ينعكس سلبا على إمكانيات تكامل أسواق الأوراق المالية العربية.

٣,٢,٢. مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج: تعاني الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى نحو ٧٠% ويتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي والإعانات، مما ترتب عنها زيادة حدة المشاكل الاقتصادية كالبطالة وارتفاع الأسعار وضعف الإنتاج، وإن ما يقارب ٨٠٠ –٢٤٠٠ مليار دولار هي حجم الأموال العربية المستثمرة في المحافظ الاستثمارية الأجنبية خاصة الأمريكية، منها وتعود أسبابها إلى تدني فرص الاستثمار في

البلدان العربية لقلة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة وإمكانية المستثمرين أصحاب رؤوس الأموال من استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت وبدون عوائق، بالإضافة إلى انتشار الفساد الإداري والمالي، وغياب الشفافية والتسهيلات أمام الاستثمارات العربية وهيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي والاستثماري والمالي.[١٣]

٤,٢,٢. تدني الوعي الاستثماري لدى المتعاملين: رغم التغطية الواسعة لأخبار التداول بالصحف والقنوات الفضائية إلا أن جانب التوعية لا يأخذ حظه، حيث تتوجه الرسالة الإعلامية إلى المتعاملين باعتبارهم ذوي خبرة، بينما الغالبية منهم ليس لديهم أساسيات التعامل، ويبدو ذلك من مخاطبة المتعاملين بمصطلحات علمية لا دراية لهم بها. ومن أشكال أخطاء المتعاملين الزَّجُّ بكل أموالهم للاستثمار، بينما الاستثمار الرشيد يقتضي الاستثمار بفوائض الأموال، وكذلك الاقتراض للاستثمار أيضا، وشراء سهم واحد بغالب أموال المستثمر، بينما أبسط قواعد الاستثمار هو التنويع بالمحفظة. ويعد دخول السوق من خلال صناديق الاستثمار الأسلوب الأمثل لغير ذوي الخبرة، إلا أن الرغبة في تحقيق مكاسب عالية يدفعهم للمجازفة، كما يعد الاستثمار المؤسسي كشكل غالب للتعامل في أسواق الأوراق المالية الأجنبية هو الأفضل، لوجود إمكانية الاستعانة بالمتخصصين لمتابعة أخبار الشركات وتحليل أدائها، ورصد التغيرات بقطاعات النشاط الاقتصادي، ومدى تأثرها بالتطورات الاقتصادية المحلية والإقليمية والدولية، لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.[١٤]

٥,٢,٢. ضعف الفرص المتاحة للتنويع أمام المستثمرين: تتسم أسواق الأوراق المالية العربية بضعف فرص التنويع المتاحة للمستثمرين فيها نسبة لقلة الأسهم الواعدة، هذا بجانب نوعية الأوراق المالية المدرجة فيها، التي تنحصر فقط في الأسهم العادية دون وجود بدائل متمثلة في الصكوك، السندات، المشتقات المالية، الأمر الذي يقلل من فرص تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر منخفضة، باعتبار أن تنويع الأوراق المالية في المحافظ الاستثمارية يمثل أنجع وسيلة لتقليل المخاطر. ومن أسباب ضعف فرص التنويع في أسواق الأسهم العربية سلوك المستثمر فيها تحكمه سياسة القطيع، التي تمثل انقياد المستثمر لتوجيهات كبار المستثمرين، دون الاستناد للتحليل المالي للتعرف على الأداء الفعلي للشركات المدرجة في السوق.[١٥]

٦,٢,٢. الاضطرابات السياسية والأمنية لدى بعض الدول العربية: على الرغم من النتائج المالية الجيدة التي أعلنت عنها معظم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية والتحسن الملحوظ في العودة إلى الربحية وتقليص الخسائر بعد التعافي من الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨، فإن المؤشرات المالية لمعظم أسواق الأسهم في الدول العربية لا تزال تعاني عدم استقرار وتراجع في الأداء نتيجة آثار وتطورات الأزمات السياسية والأمنية التي تمر بها بعض دول المنطقة مثل تونس ومصر واليمن وسورية وليبيا، منذ منتصف الشهر الأول من عام ٢٠١١.[١٦]

٧,٢,٢.عدم توفر آليات فعالة لتكامل أسواق الأوراق المالية العربية: لا شك أن غياب الترابط والتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية وبين مكاتب السمسرة، وغيرها من الأجهزة، لا يسهل عملية الاتصال السريع وما تتطلبه عمليات التداول والتسديد من سرعة اتخاذ القرار، وإنما تقوم هذه الأجهزة إن وجدت أصلا بالإبطاء والتريث فترة زمنية معتبرة، وهو ما يمنع الأسواق من أن تتفاعل مع الأحداث لحظة جريانها وليس بعد فوات الأوان. ومن جهة أخرى فإن عدم تكامل أسواق الأوراق المالية فيما بينها من ناحية، وبين أسواق الأوراق المالية الدولية من جهة أخرى يمنعها من أن تحقق ما هو مطلوب منها، وهكذا تتراكم أمامها المشاكل وتتضاعف المعوقات.[١٧] ولعل أهم عوامل الانفصال يكمن أساسا في ضعف التشابك العربي الاقتصادي بل حتى ضعف العمل العربي في مختلف أشكاله، ومن مظاهر ذلك ضآلة التجارة العربية البينية ومحدودية مؤسسات العمل العربي المشترك والتفكيك الواضح سياسيا واقتصاديا، مما يشكل قاطع من سبيل الاتصال بين مؤسسات الاستثمار والمال والتعاون المالي العربي.

٣,٢. مرتكزات نمو أسواق الأوراق المالية العربية: إن إقامة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وضمان فاعليتها يتطلب توافر مجموعة من المرتكزات يمكن تصنيفها إلى نوعين –مرتكزات أساسية وساندة–:

١,٣,٢. المرتكزات الأساسية: هي المرتكزات الواجب توفرها، لأن غيابها سيشكل عائق أمام أي محاولة لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية، والمتمثلة أساسا في:

١,١,٣,٢. بيئة اقتصادية موائمة للاستثمار: بحيث تستند إلى الثقة بالنظام السياسي ومصداقية صناع القرار ورغبتهم في التطوير ودورهم الإيجابي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وإيجاد البيئة السليمة للاستثمار، وتتمثل ببنية أساس حكومية متطورة تساهم في

تنشيط سوق الأوراق المالية وتطويرها وتحقيق الاستقرار المالي وزيادة تراكم المدخرات المحلية وجذب الاستثمار الأجنبي، إذ أن نشاط سوق الأوراق المالية يعكس حالة الاستقرار السياسي في البلد من جهة وحجم الاستثمارات المحلية والأجنبية وحجم الإنتاج وحركة رؤوس الأموال من جهة أخرى.[١٨]

٢,١,٣,٢. تكامل السياسات المالية والنقدية: بحيث تحفز النمو الاقتصادي وتهدف إلى خلق التوقعات المتفائلة المشجعة للاستثمار في سوق الأوراق المالية، من خلال تفعيل السياستين المالية والنقدية وتكاملهما وشفافيتهما لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي والمحافظة عليه، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتهيئة البيئة الملائمة للاستثمار وضمان فاعليتها.[١٩]

٣,١,٣,٢. هيكل مؤسسي فعال ومتكامل: يتمثل بمجموعة من الأجهزة التي تضطلع بمهام إدارة السوق، وتتصف بالمرونة والقدرة على توفير البيئة المشجعة على الابتكار والإبداع في تلبية متطلبات المتعاملين، ويعد تأسيس هيئة الأوراق المالية في مقدمة هذا الهيكل، ويأتي في مقدمة مسؤولياتها وضع النظام الداخلي الخاص بها لإدارة سوق الأوراق المالية، كما يتم من خلالها وضع الأنظمة والتشريعات والقوانين الخاصة بعمليات التداول في السوقين الأولية والثانوية ومراقبة تنفيذها لحماية المستثمرين، وأهمها قانون سوق الأوراق المالية ولوائحه التنفيذية الداخلية، ووضع قواعد وقوانين الإفصاح والشفافية المالية وغير المالية للشركات وآلية مراقبة تنفيذها، مع العمل على إصدار معايير محاسبة ومعايير تدقيق حسابات وفق المعايير الدولية والإشراف على تطبيقها.[٢٠]

٢,٣,٢. المرتكزات الساندة: وتتمثل بمجموعة العوامل المساهمة في إنجاح عمل السوق وتطورها، وإضفاء صفتي العمق والاتساع عليها وهي:

١,٢,٣,٢.ابتكار وتطوير الأدوات المالية: حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تنمية المدخرات وتعبئتها فلابد من توافر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالسوق، ذلك أن المستثمر يشترى الورقة التي تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيج من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون في درجة خوفهم من المخاطرة، فإن الورقة المالية التي تجذب مستثمرا معينا، قد لا تجذب مستثمرا آخر وبالتالي فإنه لزيادة عدد المستثمرين بسوق الأوراق المالية، يلزم وجود أوراق مالية ذات جاذبية لمختلف المستثمرين والمدخرين لأن زيادة عدد المستثمرين بالسوق يؤدى لزيادة كفاءة السوق.[٢١]

٢,٢,٣,٢.نظم اتصال فاعلة ومتطورة: يجب أن تكون هذه النظم محلية ودولية تتلاءم مع تطور أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، لتسهيل وصول المعلومات الدقيقة حول تغيرات الأسعار والمعلومات الأخرى، وفي ذلك زيادة في الشفافية وزيادة في دور هذه السوق في توسيع نطاق المبادلات، إذ يظهر ما يعرف بكفاءة السوق، مما يعني أهمية أكبر للسوق، لاسيما عندما تعمل من خلال شبكات الاتصالات المحلية والعالمية على مدار الساعة، الأمر الذي يجعل إمكانية الوصول إلى مواقع العرض والطلب للأصول الرأسمالية في الداخل والخارج وبالتالي جذبها إلى السوق المحلية.[٢٢]

٣,٢,٣,٢.أنظمة فعالة للإفصاح المالي ولإشهار المعلومات: بهدف إشهار المعلومات عن الشركات المدرجة في السوق وتحليل نشاط الاقتصاد المحلي، فضلا عن انخفاض كلفة المعاملات (البحوث، والإعلانات، والمعلومات الأخرى...)، إذ تقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وهو ما يسمى بالكفاءة الداخلية، كما تتطلب سرعة وصول المعلومات إلى المتعاملين جميعا بكلفة منخفضة وهو ما يدعى بالكفاءة الخارجية، لذلك لا بد من وضع قوانين وتعليمات تلزم الشركات بإصدار البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة من خلال نشرات مختلفة المدد (يومية، أسبوعية، شهرية،...)، تتضمن المعلومات الدقيقة الواجب تقديمها من قبل الشركات المدرجة جميعها، مع وضع آلية للمراقبة المستمرة على تلك الشركات لحماية حقوق المساهمين ومنع الاستفادة من أية معلومات عن الشركات المدرجة غير متوفرة في السوق،[٢٣] أي ينبغي العمل على توفير المعلومات والبيانات التحليلية حول الأداء الاقتصادي وأداء الشركات والسوق المحلية، في الوقت المناسب، لتزويد المستثمرين بقاعدة بيانات موثقة ومعتمدة.[٢٤]

٤,٢,٣,٢.توافر الشركات المساهمة الكبيرة: تساهم هذه الشركات في صناعة السوق بسبب تمتعها بالمرونة العالية تجاه تغيرات الأسعار، والتغيرات التي يمكن أن تحدث في الاقتصاديات المحلية والعالمية، فضلا عن تمتعها بمقومات عالية للنمو يمكن أن تسهم في تشجيع الأفراد للاستثمار في سوق الأوراق المالية، عبر تنظيم نشاطات التمويل لجعلها قادرة على دعم النمو الاقتصادي وتتماشى مع التخطيط الاستراتيجي الذي تتبناه الحكومة مثل برنامج الخصخصة، ويتطلب ذلك إصدار قانون جديد للشركات المساهمة،

وإصلاح النظام الضريبي وتطويره ليتلاءم مع مستلزمات اقتصاد السوق لكل من الشركات المساهمة والأفراد والمؤسسات الخاصة، بهدف زيادة شفافية الشركات المساهمة من حيث المحاسبة المالية، وعلاقة أعضاء مجلس الإدارة بالشركة، والحد من المنفعة الشخصية للجهاز الإداري.[٢٥]

٥,٢,٣,٢.تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين: فوجود المستثمرين المؤسسين يساعد على حماية السوق من التقلبات الشديدة، ويزيد من عمق وسيولة السوق ويخفض من حساسيته لتعاملات الأفراد، كما تساعد على موازنة التقلبات التي قد تترتب على تحركات استثمار الأجانب في حالات البيع الجماعية، ومساعدة المدخر المحلي على الاستثمار بتخفيض تكلفة التعامل، ويمكن تدعيم نشاط المستثمرين المؤسسين من خلال إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة، تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر*، وتفعيل دورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، مع تفعيل الدور الذي يمكن أن تلعبه صناديق المعاشات في تطوير أسواق الأوراق المالية، حيث تحتفظ هذه الصناديق بنسبة كبيرة من رأس المال في أصول طويلة الأجل، مما يزيد من عرض رؤوس الأموال طويلة الأجل وهو ما يترتب عليه تحسن ملحوظ في أداء أسواق الأوراق المالية.[٢٦]

٦,٢,٣,٢.توفير تشريعات وأحكام قانونية معززة للثقة: لحماية المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب، فضلا عن تحديد السياقات العملية ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين بالشكل الذي يعزز ثقتهم بنظام السوق وهيئته، كما أن التشريعات ينبغي أن تضمن سيادة المنافسة التامة في السوق وتمنع الاحتكار بما يؤدي إلى سريان آليات السوق (العرض والطلب).[٢٧]

٧,٢,٣,٢.وضع قواعد حوكمة الشركات: وهي منهجية حديثة في عملية الإفصاح تتمثل بمجموعة متكاملة من المعايير والقواعد الاسترشادية التي تؤدي إلى مستوى عال من الإفصاح والشفافية، وعلى مستوى عالمي، التي ينبغي أن تراعى في الشركات المساهمة أولا، وفي الحكومة والاقتصاد ثانيا، لضمان نجاح الشركات المساهمة في تحقيق غاياتها، وضمان مساهمتها بشكل صحيح في نمو الاقتصاد المحلي وتطوير الوضع الاقتصادي بشكل عام، بهدف تفادي حصول أزمات مالية ونقدية مستقبلا. وقد تعاظم الاهتمام بهذا المفهوم في الكثير من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، لاسيما في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والانهيارات المالية التي شاهدتها دول جنوب شرق آسيا، وأمريكا اللاتينية، وروسيا في عقد التسعينيات من القرن الماضي، وكذلك الانهيارات المالية والمحاسبية لعدد من الشركات الأمريكية العالمية خلال عام ٢٠٠٨،[٢٨] ويتضمن هذا النظام في تطبيقه تشكيل لجان مستقلة عن إدارة الشركات، تقوم بمراقبة أداء هذه الإدارات وكفاءتها والبيانات المالية وكذلك مراقبة مدققي حسابات الشركات وتقديم التقارير إلى الجهات المعنية ومنها إدارة السوق، مما يتطلب وضع معايير تطبيقية لهذا النظام تتناسب مع الوضع المحلي (الداخلي) لضمان عدم التلاعب بالمعلومات من قبل إدارة الشركات كما حصل في شركة إنرون الأمريكية.

٨,٢,٣,٢.تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية: تتعلق هذه الجوانب بالإجراءات التي تتخذها الحكومة لحماية أموال المستثمرين لدى مؤسسات الوساطة المالية ومن أهم هذه الإجراءات:[٢٩]

- الحصول على ترخيص مسبق من الجهات المختصة عند إنشاء أي مؤسسة للوساطة المالية، وذلك بعد فحص موقف المؤسسة الراغبة في القيام بأعمال الوساطة، للتحقق من قدرتها على أداء تلك الوظيفة؛ مع ضرورة تنظيم السجلات الخاصة بمؤسسات الوساطة وفقاً للمعايير المحاسبية المتعارف عليها، على أن تخضع تلك السجلات للمراجعة الدورية؛
- فرض قيود على الأصول المالية المصرح للوسطاء الماليين حيازتها، لضمان سلامة أموال المستثمرين. وقد تكون تلك القيود متعلقة بمنع حيازة بعض المؤسسات للأصول المالية التي ترتفع فيها درجة المخاطرة؛ وإنشاء صناديق للتأمين على حقوق المستثمرين لدى وسطائهم الماليين، مثلما هو متبع في التأمين على الودائع في البنوك التجارية، وتهدف تلك الصناديق إلى تعويض المستثمرين عن الخسائر المالية الناجمة بسبب إخفاق الوسيط في سداد التزاماته المالية.

٩,٢,٣,٢.تطوير نظم الإيداع المركزي والتسوية والمقاصة: يمثل وجود نظام سريع للحفظ المركزي والتسوية والمقاصة دعامة لقيام السوق بوظائفه بكفاءة، ويزيد من درجة سيولتها بما يجعل التعامل فيها عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والأجنبي، إذ تخزن جميع الدفاتر والسجلات وتحويلات ملكية الأوراق المالية في نظام الإيداع المركزي، الذي يعمل كبنك للأوراق المالية وتتعامل الشركات المصدرة للأوراق المالية وشركات الوساطة ومؤسسات الاستثمار والمساهمون مع مركز الإيداع جميعا. وتقوم هذه الوكالة بدور حاسم في تعزيز

السوق والحد من الأخطاء وغيرها من الصعوبات التي تنتج عن فقدان الوثائق أو سرقتها أو تزويرها أو تلفها بصورة متعمدة أو غير متعمدة ويمثل الإيداع المركزي للأوراق المالية تمديدا لقواعد المقاصة والتسوية ويمكن أن يؤثر على سرعة تداول الأسهم.[٣٠]

١٠,٢,٣,٢. ضرورة التنسيق والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية: تتزايد أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية في عصر العولمة المالية، ويرجع هذا التزايد إلى العديد من الجوانب، المبررات والفوائد والعوائد التي يمكن أن تعود على المنطقة من إقامة سوق أوراق مالية عربية مشتركة، ويظهر ذلك من خلال إقامة سوق أوراق مالية عربية مشتركة تعمل على إعادة توجيه الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى وتوفر بذلك مصادر تمويل على درجة كبيرة من الوفرة، يمكن أن تساهم في إحداث تغييرا جوهريا للواقع الاقتصادي العربي في مجموعه.[٣١]

الخاتمة:

تبين من خلال مضمون المحور الأول من الدراسة الذي خصص لدراسة مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٩–٢٠١٥)، أثبتت نتائج تحليل مؤشرات أداء (حجم وسيولة) أسواق الأوراق المالية العربية، أن هذه الأسواق شهدت تباينا في أدائها خلال فترة الدراسة، وأنها تعاني من فجوة أداء واضحة بسبب تأثرها بالأحداث العالمية والعربية الواقعة خلال فترة الدراسة، إلى أن نسب التأثر متفاوتة من سوق إلى آخر، ويرجع ذلك إلى استمرار مرحلة التعافي من تداعيات الأزمة المالية العالمية بعد عام ٢٠٠٨، وتقاطعها مع الاضطرابات الأمنية والسياسية التي شاهدتها بعض الدول العربية بداية من عام ٢٠١١، وتزامنها مع الانخفاض المتواصل في أسعار النفط الذي بدأ في أواخر عام ٢٠١٤، مما ساهم في انكماش السيولة وعلى نظرة وثقة المستثمرين للآفاق المستقبلية لاقتصاديات هذه الأسواق.

أما مضمون المحور الثاني من الدراسة تبين أنه توجد جملة عوامل حالت دون قيام أسواق الأوراق المالية العربية بمهامها المأمولة محليا وإقليما، الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه الأسواق تتمثل في كونها صغيرة الحجم وتعاني من ارتفاع درجة تركز التداول، وضعف الفرص المتاحة للتنويع، والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية، كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والمؤسسية للأسواق العربية يعتريها الضعف، وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدودة الخبرة، بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة.

على الرغم من ذلك فإن إمكانيات تطوير الأسواق العربية ورفع كفاءتها يتطلب توفر جملة من المرتكزات الإصلاحية، يمكن تلخيصها من خلال جملة **التوصيات** التالية:

- وجوب توفر بيئة اقتصادية موائمة للاستثمار وتكامل السياسات المالية والنقدية لدى الدول العربية وامتلاكها لهيكل مؤسسي فعال ومتكامل؛
- ابتكار وتطوير الأدوات المالية من خلال توفير وتنويع أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالسوق؛
- بناء أنظمة فعالة للإفصاح المالي ولإشهار المعلومات بهدف إشهار المعلومات عن الشركات المدرجة في السوق وتحليل نشاط الاقتصاد المحلي، فضلا عن تخفيض كلفة المعاملات في السوق؛
- وجوب توفير الشركات المساهمة الكبيرة التي تساهم في صانعة السوق بسبب تمتعها بالمرونة العالية تجاه تغيرات الأسعار، إضافة إلى تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين؛
- توفير تشريعات وأحكام قانونية معززة للثقة لحماية المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب، بالإضافة إلى وضع قواعد حوكمة الشركات للوصول إلى مستوى عال من الإفصاح والشفافية؛
- تطوير نظم الإيداع المركزي والتسوية والمقاصة باعتباره دعامة لقيام السوق بوظائفه بكفاءة، ويزيد من درجة سيولتها بما يجعل التعامل فيها عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والأجنبي؛

- ضرورة التنسيق والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية كآلية لتدعيم التعاون العربي المشترك وتطوير الأسواق العربية، على أن يتضمن هذا التنسيق توحيد الإجراءات والنظم التي تحكم العمل في الأسواق العربية وفقا لنظام موحد يتم تطويره بما يتلاءم مع الظروف العربية ويتوافق في الوقت نفسه مع التطورات العالمية.

المراجع:

[١]- بالاعتماد على: -بيانات الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي، بتاريخ ٢٠١٦/٠٤/٠٥، **بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام ٢٠١٥:** http://www.amf.org.ae

-صندوق النقد العربي، **تقارير أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرات الفصلية للرباعيات الأخير للسنوات: ٢٠٠٩- ٢٠١٥. الإمارات.

*- يمكن الإطلاع على هذا المؤشر على الموقع الالكتروني لتومسون رويترز وبلومبرغ Markets Thomson Reuters Corp – Bloomberg ، تحت الرمز التالي **SPAFEUP** : http://www.bloomberg.com/markets/stocks/world-indexes

[٢]- بالاعتماد على: الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي، **بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام ٢٠١٥**، تم تصفحه بتاريخ ٢٠١٦/٠٢/١٠: http://www.amf.org.ae/ar/content

*-تم تقليص فترة الدراسة لاحتساب بقية المؤشرات بسبب عدم توفر إحصائيات كاملة لبعض منها.

*-**مضاعف السعر للقيمة الدفترية (P/E)** : يمثل معدل سعر السوق إلى القيمة الدفترية، و يشير إلى دلائل النمو المتوقع للسهم، ويحسب بالعلاقة: آخر سعر إغلاق ÷ القيمة الدفترية للسهم.

[٣]- بالاعتماد على:

-قاعدة بيانات صندوق النقد العربي لسنة ٢٠١٥، تم تصفحها بتاريخ ٢٠١٦/٠١/١٢:

http://www.amf.org.ae/ar/amdb_performance/yearly

-إبراهيم أنور، **خصائص أسواق الأسهم العربية**، جسر التنمية العدد ٨٠، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ٢٠٠٩، ص،ص: ٤، ٥.

[٤]- نفس المرجع.

[٥]- مداني أحمد، **نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية**، مقال بمجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد ١٥، جامعة الشلف، ٢٠١٦، ص:٦.

[٦]- صندوق النقد العربي، **التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٥**، أبو ضبي، الإمارات، ٢٠١٥، ص: ٤٧٣.

[٧]- نفس المرجع، ص :٦.

[٨]- بالاعتماد على:

-الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية: http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx

-الموقع الرسمي للبنك الدولي: http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR

تم تصفحهما بتاريخ ٢٠١٦/٠٢/١٠.

[٩]- **التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٥**، أبو ضبي، الإمارات، ٢٠١٥، ص: ٤٧٢.

[١٠]- صندوق النقد العربي، **التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠٠٠**، الإمارات، ٢٠٠١، ص: ١٨٤.

*- **صانع السوق** هو عبارة عن شركة تكون دائما على أهبة الاستعداد لشراء الأصول المالية أو بيعها بسعر محدد وواضح على المدى الطويل. وتشترك هذه الشركات في المعاملات التجارية مباشرة إما بصفتها بائع أو مشتري. كما تحدد أسعار بيع أو شراء أدوات التداول الخاصة إلى حدٍ بعيد. ويتمثل الدور الأساسي لصانع السوق في توفير السيولة أو خلق فرص أمام المشاركين الآخرين في السوق لشراء مجموعة كبيرة من الأسهم والعملات والعقود الآجلة وأدوات التداول الأخرى بطريقة شرعية أو بيعها بسعر محدد وواضح. كما يخاطر صناع السوق بأموالهم نظرا لكونهم الطرف الآخر دائما في أي صفقة، ولذا فهم يلعبون دورا دائما في وضع العديد من الإستراتيجيات لضمان (التحوط) ضد الخسائر.

- أنشأت حكومة دولة الكويت عام ١٩٦٦ بالتعاون مع برنامج الأمم المتحدة الإنمائي معهد الكويت للتخطيط الاقتصادي والاجتماعي في الشرق الأوسط كمؤسسة كويتية مستقلة وذلك وفقا للاتفاقية التي عقدت آنذاك بين حكومة الكويت وبرنامج الأمم المتحدة خلال السنوات الخمس الأولى من إنشائه، وبانتهاء هذه الفترة تم تحويل المعهد في عام ١٩٧٢ إلى مؤسسة عربية مستقلة وسمية "المعهد العربي للتخطيط Arab Planning Institute** " بالكويت. وفي عام ١٩٨٠ تم الاتفاق بين الحكومات العربية المؤسسة على إقرار المعهد العربي للتخطيط كمؤسسة عربية مستقلة.

[١١]- بالاعتماد على:

-المعهد العربي للتخطيط، **الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية**، سلسلة جسر التنمية، العدد ١٠٠، الكويت، ٢٠١١، ص،ص: ١١، ١٠.

-موقع مجموعة بوابة الأخبار عن الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: مقال بعنوان: **المعهد العربي للتخطيط: أسواق الأوراق المالية العربية تحتاج إلى تطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية**، تم تصفحه بتاريخ ٢٠١٦/٠١/١٥. http://www.albawaba.com/ar

[١٢]- مفتاح صالح، معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**، مقال بمجلة الباحث، العدد ٧، جامعة ورقلة، ٢٠١٠، ص: ١٩٢.

[١٣]- نفس المرجع، ص: ١٩٣.

[١٤]- ممدوح الولي، **الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبورصات الأوراق المالية (التجربة العربية)**، مقال متواجد بالموقع الالكتروني لمجلة البيان الإسلامية، تم تصفحه بتاريخ ٢٠١٦/٠٧/١٢، ص،ص: ٣٦٥، ٣٦٦.

[١٥]- إبراهيم أنور، **خصائص أسواق الأسهم العربية**، جسر التنمية العدد ٨٠، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ٢٠٠٩، ص: ٦.

[١٦]- تقرير صادر عن إدارة بحوث الاستثمار في شركة كامكو، **الثورات العربية تطيح أسواق المال... ولا عزاء لنتائج الشركات**، على الموقع الرسمي للشركة، تم تصفحه بتاريخ ٢٠١٦/٠٢/١٠: http://www.kamconline.com/ResearchReport.aspx?language=ar

[١٧]- بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، ٢٠٠٦، ص: ٢٥٧.

[18]- الاسكوا، **مسح للتطورات الاقتصادية والاجتماعية في منطقة الاسكوا ٢٠٠٠ – ٢٠٠١ – الجزء الثاني – تحليل مقارن لدور القطاع الخاص في بلدان الاسكوا، مع دراسة حالة عن مصر والمملكة العربية السعودية** ، الأمم المتحدة، نيويورك، ٢٠٠٣، ص:٢٥.

[19]- يوسف عبد الله عبد، **دور سوق الأوراق المالية في التحول نحو اقتصاد السوق – مصر والمغرب حالة دراسية**، أطروحة دكتوراه،كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، ٢٠٠٨، ص،ص: ٨٥، ٨٦.

[20]- نفس المرجع، ص:٨٦.

[21]- حسين عبد المطلب الأسرج، **البورصات العربية بين تحليل الأداء والسعي نحو تحقيق التكامل المالي**، ص-ص: ١٤٠-١٤٨، دراسة متوفرة على الموقع التعليمي أكاديميا، تم تصفحه بتاريخ ٢٠١٦/٠٧/١٢:https://www.academia.edu/11306721

[22] - هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٣، ص:٨٨.

[23]- رسمية أبو موسى، **الأسواق المالية والنقدية**، دار المعتز للنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠٠٥، ص:٧٢.

[24]- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات – أوراق- بورصات**، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن،٢٠٠٥،ص٨٦.

[25]- يوسف عبد الله عبد، **مرجع سبق ذكره**، ص:٨٩

*-**صناديق رأس المال المخاطر:** هي صناديق تقدم التمويل والخبرات الإدارية للشركات التي لم تسجل في البورصة، وبصفة خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة والتي يطبق عليها برنامج الخصخصة، شرط أن يكون متوقع لها معدل نمو جيد في المستقبل يحقق من خلاله الصندوق أرباحه.

[26]- بالاعتماد على:

- رشام كهينة، **واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي**، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، ٢٠٠٩،ص: ١٦٤؛

- شذا جمال خطيب، **العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال**، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠٠٨، ص: ١٦٤.

[27] - يوسف عبد الله عبد، **مرجع سبق ذكره**، ص:٨٩.

[28] - نفس المرجع، ص: ٩٠.

[29]- عاطف وليم اندراوس، **أسواق الأوراق المالية : بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها**، دار الفكر الجامعي، مصر، ٢٠٠٦، ص:٥٢.

[30]- رشام كهينة، **مرجع سبق ذكره**، ص:١٦٦.

[31]- عبد المطلب عبد الحميد، **السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة**، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، ٢٠٠٣، ص:٢٣٧.

Global Journal of Economics and Business – Vol. 4, No. 1 , 2018, pp. 46 - 64
e-ISSN 2519-9293 , p-ISSN 2519-9285
Available online at http:// www.refaad.com

Performance Progress of Arab Stock Markets ،their Growth Obstacles and their Development Mechanisms An Analytical Study of the Period (2009-2015)

Zouda Ammar

University of BATNA 1, Algeria
zoudaammar@yahoo.fr

Boukeffa Hamza

University of OUM EL BOUAGHI, Algeria
hamzabkf@yahoo.fr

Abstract:

This study aims to shed light on Arab securities markets by assessing their activitiy level and their performance during the period (2009-2015), relying on a set of indicators of size and liquidity approved in this field and adopting the descriptive analytical approach. The study concluded that Arab stock markets performance has fluctuated , during the study period and that they suffer from a clear performance gap being affected by the global and Arab events during the study period. This allowed us to identify the main Economic, political, legislative, regulatory and structural obstacles that hindered their development, and to find the most important pillars of their regeneration, to perform the expected economic role by taking several actions to improve their efficiency, such as reviewing the economic, legislative, regulatory and institutional frameworks, as well as adopting the appropriate fiscal and monetary policies, with the need to strengthen the coordination and linkage between Arab securities markets as a mechanism to support Arab cooperation. This coordination should include the unification of the procedures and systems governing the operations of Arab markets in harmony with a unified system developed in accordance with Arab surroundings and at the same time consistent with the global changes.

Keywords: Arab Stock Exchanges, Indicators of Financial Markets, Market Size, Capital Markets Efficiency.