

## واقع و آفاق أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي

خلال الفترة 2003-2013

د. سعدوني محمد

جامعة بشار - الجزائر

Saadouni\_mohamed@yahoo.fr

## ملخص

تسعى هذه الدراسة إلى البحث في واقع اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي و آفاق تطورها، حيث غطت الدراسة الفترة من 2003-2013 و التي شهدت تطورا كبيرا في مؤشرات أسواق الاسهم الخليجية نتيجة لزيادة الاصدارات الاولية و زيادة في اجمالي القيمة السوقية و أحجام التداول وعدد الشركات المدرجة و معدل دوران الاسهم بالإضافة الى التطورات القانونية و التنظيمية التي تحكم نشاط هذه الاسواق.

ومن خلال هذه الدراسة استعرضنا أيضا العوائق التي تقف امام تكامل هذه الاسواق الى جانب الجهود التي تبذلها دول المجلس في سبيل تذليلها تمهيدا لإطلاق العملة المشتركة.

**كلمات مفتاحية:** أسواق المال، دول مجلس التعاون الخليجي، القيمة السوقية، معدل دوران الاسهم، حجم التداول.

**تصنيف JEL: E44.**

**Abstract**

This study aims to the search in the reality of the GCC stock markets , and the prospects of its development , this study covered the period between 2003 to 2013, from which witnessed a great growth in GCC stock markets Indicators due to the increased in new issues, as well as an increase in the total market capitalization, and value traded and the number of traded shares and listed companies, in addition to legal and regulatory development that rule the activity of these markets.

Through this study, we expoded the obstacles that stand in front of the GCC stock markets integration, besides the efforts peoforned by the GCC countries so as to overcome them to launch the common currency.

**Key words:** stock markets, the Gulf Cooperation Council (GCC), market capitalization, turnover ration, value traded.

**JEL classification: E44.**

## مقدمة:

أصبحت أسواق الأوراق المالية ذات أهمية متزايدة في النشاط الاقتصادي لكل من الدول النامية و المتقدمة على حد سواء، و أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي ليست بمنأى عن هذه التطورات خاصة وان هذه الاسواق قد حققت نموا مطردا خلال الربع الاخير من القرن العشرين، حيث تعتبر هذه الأسواق حديثة النشأة ونعني بذلك الأسواق المنظمة التي يتم فيها التعامل وفقا لقواعد وأحكام وضوابط تشريعية وتنظيمية ورقابية والجدير بالذكر أن الأسواق غير النظامية التي سبقت مرحلة التنظيم هي حديثة النشأة أيضا، حيث بدأت في معظم دول الخليج بعد النصف الأول من السبعينات بعد الطفرة التي حدثت في أسعار النفط، اذ بدأت عوامل توزيع النواتج المحلية على القطاعات الاقتصادية لهذه الدول تظهر نتائجها في الأرصدة النقدية لدى حكومات وأفراد هذه الدول، ولم تكن اقتصاداتها حتى أوائل الثمانينات مهيأة لاستيعاب الفوائض النقدية التي تبحث عن استثمار مما أدى إلى تسرب الأموال إلى الدول الأجنبية بدلا من استثمارها لفائدة اقتصاديات دول المجلس.

وشهدت السنوات الاخيرة تطورات كبيرة في مؤشرات أسواق الاسهم الخليجية إضافة الى التطورات القانونية والتنظيمية التي تحكم نشاطها ، والتي انعكست في ارتفاع الحجم النسبي لها بين الاسواق المالية العربية.

- **الاشكالية :** انطلاقا مما سبق وللإلمام أكثر بجوانب الموضوع ارتأينا طرح الاشكال التالي:

ما هو واقع و أفاق اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي ؟

- **أهمية الدراسة:** تعد دول مجلس التعاون الخليجي من انشط اسواق المال العربية، حيث تكتسي دراسة هذه الاسواق اهمية بالغة، نظرا لما لدول مجلس التعاون الخليجي من وزن نسبي كبير على الصعيد العربي من حيث الاهمية الاقتصادية و حجم الاسواق المالية رغم انها اسواق حديثة النشأة.

- **أهداف البحث:** يهدف البحث الى معرفة واقع و تطور اسواق المال بدول مجلس التعاون و الى أهم العقبات التي تحول دون تكاملها ، كما يهدف البحث الى تسليط الضوء على الجهود التي تبذل في سبيل ربط هذه الاسواق مع بعضها البعض.

- **منهج وحدود الدراسة:** استخدمنا في هذا البحث المنهج الوصفي التحليلي لاستعراض تطورات اسواق المال بدول مجلس التعاون خلال فترة الدراسة الممتدة من 2003 الى 2013.

- **هيكل البحث:** تماشيا مع منهج الدراسة تم تقسيم البحث إلى محورين اساسيين على النحو التالي :

- أداء اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

- واقع اسواق المال بدول مجلس التعاون .

### 1- أداء أسواق الأوراق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي:

حققت اسواق المال الخليجية تطورا ملحوظا من حيث تطور التداول في أسهم الشركات، وفي القيمة السوقية، وعدد شركات المدرجة بكل سوق ، ومعدل دوران الأسهم لكل سوق، وحجم التداول خلال الفترة 2003-2013.

### 1-2- القيمة السوقية: Market capitalization

يتضح من خلال الجدول (01) تطور مؤشرات التداول في أسواق المجلس للفترة 2003-2006، حيث اتسمت القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية في أسواق دول مجلس بالاتجاه العام المتصاعد بسرعة خلال هذه الفترة، وتعتبر هذه الفترة مرحلة نمو متسارع لنشاط الأسواق متأثرة بزيادة الطلب على تداول الأسهم بما يعكس سلوك المضاربة أكثر من سلوك الاستثمار، الا أن القيمة السوقية لكل الأسواق في عام 2006م انخفضت باستثناء سوقي البحرين ومسقط، لتعود لتحسن سنة 2007 ، ثم تعود للانخفاض بنهاية سنة 2008 متأثرة بالأزمة المالية العالمية ، و يلاحظ أن القيمة السوقية لأسواق الأسهم الخليجية شهدت تذبذبا خلال الفترة 2009-2012، وذلك يعود الى تداعيات الازمة المالية العالمية الا انه بحلول سنة 2013 بدأت الاسواق تتعافى حيث شهدت معظم الاسواق ارتفاعا في قيمتها السوقية .

### الجدول (01) : القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة بأسواق الأسهم بدول المجلس التعاون

للفترة 2003-2013(مليار دولار)

السوق	السعودي	دبي و أبوظبي	الكويتي	الدوحة	البحرين	مسقط	مجموع GCC
2003	157,3	39,6	61,5	26,7	9,7	6,6	301,4
2004	305,9	82,3	75,2	40,4	13,5	7,6	524,9
2005	646,1	231,4	123,29	87,1	17,4	12,06	1 17,35
2006	326,9	167,5	106,0	60,9	21,1	13,03	695,43
2007	518,98	259,2	135,4	95,5	27,0	23,1	1059,18
2008	446,34	132,0	70,2	76,6	19,9	15,1	760,14
2009	318,8	135,9	93,8	87,9	16,3	23,1	675,8
2010	353,4	104,8	113,88	123,6	19,9	21,7	737,28
2011	338,9	93,6	100,9	125,6	16,5	19,6	695,1
2012	373,4	103,2	100,0	126,3	16,0	22,2	741,1
2013	465,2	172,7	105,1	152,5	18,7	24,5	938,7

المصدر : صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام 2003-2013م.

**1-2- عدد الشركات المدرجة Listed companies:**

يبين عدد الشركات المدرجة مدى تركيز التداول أو اتساع سوق الأوراق المالية من حيث عدد أسهم الشركات التي يمكن تداولها، ويظهر الجدول (02) عدد الشركات المدرجة في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2003-2013، حيث ارتفع العدد الإجمالي للشركات المدرجة من 290 شركة عام 2003م إلى 579 شركة في نهاية عام 2013.

وفي عام 2002م ارتفع العدد الإجمالي للشركات في أسواق الخليج مدعوماً بارتفاع عدد الشركات في سوق مسقط بعدد 44 شركة، بينما يلاحظ أن سوق الأسهم السعودي وسوق الإمارات تراجع فيها أعداد الشركات في العام نفسه، وقد ارتفع متوسط نسبة عدد الشركات الخليجية إلى 22,1% من العدد الإجمالي للشركات المدرجة في الأسواق العربية.

**الجدول (02): عدد الشركات المدرجة في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2003-2013م.**

السوق	السعودي	دبي و أبوظبي	الكويتي	الدوحة	البحرين	مسقط	مجموع GCC
2003	62	31	66	21	24	87	291
2004	62	31	65	21	25	86	290
2005	77	89	156	30	47	125	526
2006	86	106	180	36	50	121	579
2007	111	119	196	40	51	125	642
2008	126	130	204	43	51	122	676
2009	135	134	205	44	49	120	687
2010	146	129	214	43	49	119	700
2011	150	129	216	42	49	130	716
2012	158	123	219	42	47	130	719
2013	161	121	210	42	47	131	712

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام 2003-2013م.

أما بالنسبة للفترة 2003-2006م، فقد تزايد العدد الإجمالي للشركات في أسواق الأسهم الخليجية نتيجة لتزايد أعداد الشركات في كل الأسواق، ويلاحظ أن عدد الشركات في سوق مسقط قد تذبذب من سنة إلى أخرى. أخيراً في عام 2013 احتل سوق الكويت المالي المرتبة الأولى من حيث عدد الشركات المدرجة، إذ بلغ عددها 210 شركة مثلت نسبة 29.5% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في كل أسواق الأسهم الخليجية، وفي المرتبة الثانية كان

سوق السعودية المالي إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 161 شركة و بنسبة 22.6% ، ثم أتى سوق مسقط في المرتبة الثالثة حيث بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 131 شركة و بنسبة 18.4% تقريباً، ثم أتى سوق الإمارات بالمرتبة الرابعة إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيهما 121 شركة بنسبة 17%، ثم أتى كل من سوق البحرين وقطر في المرتبتين الخامسة والسادسة إذ بلغ عدد الشركات المدرجة فيهما 47،42 و بنسبة 6.6%، 5.8% على التوالي.

### 1-3-3- حجم التداول value traded

#### 1-3-1- قيمة الأسهم المتداولة shares traded

يوضح الملحق (01) مدى التطور الذي طرأ على أحجام التداول في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي حيث ارتفعت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة من 220,6 مليار دولار عام 2003م ، و بنسبة 95.8% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية إلى 492.3 مليار دولار عام 2013 و بنسبة 94.5% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية، و يبين الجدول أن حجم التداول كان قد ارتفع عام 2004 إلى 551.8 مليار دولار بنسبة 97.1% من إجمالي حجم التداول في الأسواق المالية العربية، ثم بدأت نسبة أحجام التداول في التراجع إلى بلغت ادنى مستوى لها وهو 81.4% سنة 2010 ثم بدأت في الارتفاع بنهاية 2011.

وتمثلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي بالمتوسط نسبة 75.4% من مجموع أحجام التداول في الأسواق الخليجية، وجاء سوق الكويت المالي في المرتبة الثانية بنسبة 11.04%، وفي الترتيب الثالث سوق الإمارات بقيمة تداول تقدر بنسبة 8.72% ، ثم سوق الدوحة بقيمة التداول تقدر بنسبة 3.6% ، أما نسبة مساهمة سوق البحرين ومسقط فلم تتجاوز الواحد إذ بلغتا 0.09% و 0.68% على التوالي.

وفي سوق الكويت المالي بلغت قيمة الأسهم المتداولة 11.7 مليار دولار في نهاية عام 2001 بنسبة 34% من إجمالي قيمة الأسهم في الأسواق الخليجية، وارتفعت إلى 97.3 مليار دولار عام 2005، و انخفضت نسبتها إلى 7.1% في عام 2005، ثم انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في هذا السوق إلى 59.6 مليار دولار عام 2006 و انخفضت نسبة المساهمة إلى 3.7% فقط بسبب النشاط الكبير الذي شهده سوقا الإمارات في عامي 2005 و 2006، والذي أدى إلى ارتفاع نسبة مساهمتها إلى 10.1% و 7.1% على التوالي كما يوضحه الملحق (1).

ويلاحظ أن سوق السعودية والكويت يمثلان نسبة 86.44% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق السعودي من 159 مليار دولار بنسبة مساهمة 72.1% عام 2003 إلى 1.4 ترليون دولار بنسبة 87.6% عام 2006، لتتخفض إلى 361.8 مليار دولار بنسبة مساهمة 73.5% بنهاية سنة 2013. أما سوقا البحرين ومسقط، فقد كانت مساهمتها منخفضة في إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، إذ لم تزد نسبهما خلال الفترة كلها باستثناء عامي 2007 و 2013 بالنسبة لسوق مسقط.

### 2-3-2- عدد الأسهم المتداولة Number of traded shares

يظهر الملحق (01) تطور حجم التداول في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي معبراً عنه بعدد الأسهم المتداولة خلال الفترة 2003-2013م ، حيث توضح الأعمدة الثلاثة الأخيرة من الجدول أن مجموع عدد الأسهم المتداولة في أسواق دول المجلس ارتفع من 56.5 مليار سهم بنهاية عام 2003 ونسبتها 89.2% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية، إلى 366,7 مليار سهم في نهاية عام 2013 ونسبتها 92.2% أي أن عدد الأسهم المتداولة في هذه الأسواق تزايد بأكثر من ستة أضعاف خلال هذه الفترة، ورغم هذا الارتفاع الهائل في عدد الأسهم المتداولة إلا أن نسبتها من العدد الكلي للأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية تراجعت إلى 87% في عام 2006، بعد أن بلغت 90.5% في نهاية عام 2005، وذلك نتيجة لانحسار نشاط التداول في هذه الأسواق، كما ان سنة 2012 شهدت ادنى نسبة اذ بلغت 75,1%.

يلاحظ من الملحق (01) أن عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي ارتفع من 5.5 مليار سهم عام 2003 إلى 51.9 مليار سهم في نهاية عام 2013، وبلغ مجموع الأسهم المتداولة خلال الفترة 427 مليار سهم بمتوسط 38.8 مليار سهم سنوياً.

وفي سوق الإمارات العربية المتحدة (أبوظبي، دبي)، فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة من 561.4 مليون سهم في نهاية عام 2003 إلى 167.7 مليار سهم في نهاية عام 2013، وبلغ مجموع عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة المذكورة 849.9 مليار سهم بمعدل 77.2 مليار سهم سنوياً.

أما في سوق الكويت للأوراق المالية، فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة من 49.5 مليار سهم عام 2013 إلى 124.5 مليار سهم في نهاية عام 2013، وخلال الفترة 2003-2013، بلغ مجموع الأسهم المتداولة 752.4 مليار سهم بمعدل سنوي 68.4 مليار سهم، ويدل ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت على التداول النشط الذي امتاز به هذا السوق خلال الفترة المذكورة.

وبالنسبة لسوق الدوحة للأوراق المالية يبين الملحق (01) أن عدد الأسهم المتداولة ارتفع من 190 مليون سهم في نهاية عام 2003 إلى 1.9 مليار سهم في نهاية عام 2013، وبلغ مجموع الأسهم المتداولة خلال هذه الفترة 22.8 مليار سهم بمعدل سنوي 2.07 مليار سهم .

أما في سوق البحرين المالي فقد تم تداول 405.6 مليون سهم في نهاية عام 2003، وارتفع عدد الأسهم المتداولة في هذا السوق إلى 1.7 مليار سهم في نهاية عام 2013 وبلغ مجموع ما تم تداوله من أسهم خلال الفترة المذكورة 8.7 مليار سهم، بمعدل سنوي 796 مليون سهم.

وأخيراً في سوق مسقط للأوراق المالية، بلغ عدد الأسهم المتداولة 315.2 مليون سهم في عام 2003 وارتفع إلى 8 مليار سهم في نهاية عام 2013، وبلغ مجموع ما تم تداوله من أسهم خلال الفترة المذكورة 31.9 مليار سهم وبمتوسط سنوي 2,9 مليار سهم.

## 2- واقع اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي:

بما ان الاستثمار في الاوراق المالية هو احد اهم ادوات الاستثمار غير المباشر في الاقتصاد الحديث و تتزايد اهمية بورصات الاوراق المالية في العالم اجمع يوماً بعد يوم نتيجة زيادة الاتجاه الى تحرير الاسواق و الاعتماد على القطاع الخاص في قيادة مسيرة التنمية.

2-1- خصائص أسواق المال الخليجية إن رصد الوضع الراهن لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي يوضح وجود الخصائص التالية:<sup>1</sup>

أ- ضالة حجم السوق: تختلف الأسواق الثانوية العربية فيما بينها من حيث حجم الصفقات فيها ونشاط التداول، وان تميزت جميعها بضيق نطاقها مقارنة بأسواق الدول المتقدمة إلا أن أسواق دول مجلس التعاون الخليجي تتميز بتداول نشط نوعاً ما في أسهم الشركات وبتضاؤل الأهمية النسبية لتداول الصكوك وسندات القروض فيها، وتختلف الأسباب وراء هاتين الظاهرتين (النشاط و التباطؤ) في الدول العربية فبالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي تتمتع بتوفر فائض القدرة على التمويل وتحقق مدخرات فردية مرتفعة نتيجة لارتفاع أسعار النفط اذ لم تجد هذه المدخرات منفذا للاستثمار والمضاربة إلا في الأسهم ، هذا إلى جانب الإصلاحات التنظيمية التي صاحبت أسواق هذه الدول في السنوات الأخيرة وتهيئة الأطر القانونية و التنظيمية المناسبة وإتباع سياسة تشجيع الاستثمارات الأجنبية، من ناحية أخرى فان سيادة نمط الشركات العائلية المغلق واحتفاظ المساهمين بما في حوزتهم من أسهم واعدة دون عرضها للتداول، كل ذلك من الممكن أن يكون وراء ظاهرة ضيق نطاق السوق وركود حركة التداول فيه، وتتميز أسواق الأسهم العربية عموماً بضيق نطاق السوق من حيث انخفاض العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة وانخفاض الطلب المتمثل في انخفاض عدد وحجم أوامر الشراء، إذ أن متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق الخليجية هو 97 شركة ويعتبر هذا العدد منخفض مقارنة بالأسواق الناشئة و المتقدمة إذ يصل متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة إلى حوالي 300 شركة و الأسواق المتقدمة إلى حوالي 700 شركة، كما تتسم البورصات الخليجية بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي للشركات المدرجة باستثناء السوق السعودي الذي يعتبر من أهم الأسواق الخليجية والعربية عموماً حيث يصل متوسط حجم الشركة الواحدة حوالي ثلاثة مليارات دولار أمريكي، كما يغلب على معظم الأسواق الخليجية انخفاض مؤشر نشاط السوق ، أما من ناحية الطلب فانه من أهم أسباب انخفاضه في البورصات الخليجية يرجع إلى ضالة

الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في هذه البورصات، اذ ان دور المؤسسات لا يتعدى 30% من حجم التعامل مقابل 70% للأفراد، بينما تصل مساهمة المؤسسات في الاسواق المتقدمة الى حوالي 70% من حجم التعامل..

**ب- ارتفاع درجة تركيز التداول (Concentration):** تعاني معظم البورصات الخليجية من انخفاض عدد الشركات الواعدة ذات الأسهم المجزية، الأمر الذي يحد من التداول في أسهم شركات محدودة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق المالي، ويعود السبب إلى ضيق حجم الاقتصاديات الخليجية وتركزها في قطاعات معينة.

**ج- ضعف فرص التنوع:** تتسم أسواق الأسهم العربية عموماً والأسواق الخليجية على وجه الخصوص بضعف فرص التنوع المتاحة للمستثمرين فيها نسبة لقلّة الأسهم الواعدة، إضافة إلى نوعية الأوراق المالية المدرجة فيها التي تنحصر فقط في الأسهم العادية دون وجود بدائل أخرى كالصكوك والسندات والمشتقات المالية الأمر الذي من فرص تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر منخفضة، علماً بأن تنوع الأوراق المالية في المحافظ الاستثمارية يعتبر من أنجع الوسائل لتقليل المخاطر، حيث إن من أهم أسباب ارتفاع المخاطر في الأسواق الخليجية والعربية على وجه العموم هو عدم وجود أدوات مالية لدرء الخطر هذه السمة المشتركة تضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المؤسسي حيث يلاحظ في أغلب هذه الأسواق قطاع البنوك والاتصالات يسيطران على حجم التداول.

**د- التقلبات الشديدة في الأسعار (Volatility):** توجد عدة عوامل تتحكم في حركة سير أسعار الأسهم في أسواق الأسهم العربية وعلى وجه الخصوص أسواق مجلس التعاون الخليجي التي تمثل حوالي 75% من حجم رأس المال الكلي للأسواق العربية في سنة 2008، يؤكد<sup>2</sup>(Onour 2009) على وجد تكامل مشترك (Co-integration) بين أسعار أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي من جهة وأسواق دول شمال إفريقيا المتمثلة في مصر وتونس والغرب من جهة أخرى الأمر الذي يؤكد أهمية تأثير المستجدات الإقليمية على أداء هذه الأسواق إضافة إلى ارتباط أداء أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي بحركة أسعار النفط العالمية في المدى المتوسط أما في المدى القريب (الأداء اليومي و الأسبوعي) فان سير الأسعار يتأثر بدرجة كبيرة بالتوقعات وعامل المضاربات غير المرتبطة بأساسيات اقتصاديات المنطقة وعموما فان تقلبات الأسعار الحادة في أسواق دول مجلس التعاون تمثل مصدر قلق، إذ يتصدر السوق السعودي الأسواق الخليجية والعربية من حيث حدة تقلبات الأسعار ثم يليه سوق دبي المالي ثم سوق الكويت المالي كما يظهره الجدول(03).

## جدول (03): تذبذب عوائد الأسهم في بعض الأسواق الخليجية

سوق الاسهم	الانحراف المعياري للعائد	اعلى قيمة للعائد	اقل قيمة للعائد
الكويت	68,36	514.50	-382.9
السعودية	210.73	1025.30	-1538.4
ابوظبي	54.23	376.38	-360.38
دبي	90.61	615.19	-655.79

- تم احتساب عوائد الأسهم اليومية من خلال احتساب الفرق بين قيم مؤشر السوق لكل يومين متتالين المصدر: إبراهيم اونور (2008)، ص 8.

و يمكن حصر أهم أسباب التقلبات الحادة أسعار أسواق المال الخليجية كما يلي:<sup>3</sup>

- تركيز التداول في أسهم محدودة مع عدم ارتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات، حيث وجد (Onour 2008) هناك تأثير للشائعات والمعلومات غير الحقيقية بنسبة 85% على حركة الأسعار في أسواق الأسهم لدول مجلس التعاون الخليجي، الذي ينجم عنه عدم فاعلية هذه الأسواق في تسعير الأوراق المالية المتداولة.

- اعتماد معظم الشركات على التمويل الخارجي المتمثل في القروض وإصدار مزيد من الأسهم عوضاً عن استعمال المصادر الداخلية كالأرباح المحتجزة، هذا النوع من التمويل يسمى بالرفع المالي الذي من شأنه يزيد من حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية.

- ضعف الإطار الرقابي و التنظيمي لبعض الأسواق الأمر الذي ينجم عنه عدم استقرار السوق عموماً ولهذا السبب فانه يتعين وجود جهاز رقابي فاعل لمراقبة مثل هذه الأنشطة واتخاذ القرارات المناسبة فيما يخص التجاوزات التي تحصل من فترة إلى أخرى.

- ضالة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في هذه الأسواق، حيث أن ارتفاع نسبة مساهمته فيها يقلل من تأثيرات العوامل غير أساسية في تسعير الأسهم، لكون إتباع المستثمر المؤسسي لمنهجية علمية عند اتخاذه لقرار شراء أو بيع الورقة المالية.

- بالرغم من التطورات التنظيمية والرقابية التي انتظمت أسواق المال الخليجية إلا أن حجم الاستثمارات الأجنبية فيها مازالت ضعيفة حيث كان رصيد معاملات بيع الأجانب أكثر قليلاً من مشترياتهم خلال العام 2010 لتسجل هذه الاستثمارات تدفقا صافيا سالبا كما تظهر البيانات خروج الاستثمار الأجنبي (صافي تدفق سالب) من أسواق أبوظبي و الكويت و مسقط و الكويت و البحرين و في المقابل سجل الاستثمار الأجنبي تدفقا إلى أسواق كل من قطر.<sup>4</sup>

## 2-2- واقع تداول و شراء الأسهم و تأسيس الشركات المساهمة بدول مجلس التعاون الخليجي:

لقد قرر المجلس الأعلى في دورته التاسعة ( المنامة، ديسمبر 1988م) السماح لمواطني دول المجلس بتملك أسهم الشركات المساهمة و نقل ملكيتها، وفقا للقواعد المرفقة بالقرار، التي تضمنت عدداً من الضوابط و القيود، و قد تدرجت دول المجلس في تخفيف تلك القيود و الاستثناءات، حتى صدر قرار المجلس الأعلى في دورته الثالثة و العشرين ( الدوحة، ديسمبر 2002م) بالنص على المساواة التامة بين مواطني دول المجلس في مجال تملك و تداول الأسهم و تأسيس الشركات و إزالة القيود التي قد تمنع ذلك، و بنهاية عام 2005م كانت جميع الدول الأعضاء أصدرت قرارات تمنح المساواة في المعاملة بين مواطني دول المجلس في هذا المجال.

و كانت لقرارات المجلس الاعلى آثار إيجابية انعكست في ارتفاع نسبة الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس من إجمالي مجموع الشركات المساهمة من 20% في العام 1985م إلى ما نسبته 95% في عام 2012م، حيث بلغ عدد الشركات المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس 644 شركة مساهمة في عام 2012م، برأسمال يصل إلى حوالي 227 مليار دولار.

و الجدير بالذكر أن نسبة الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس في كل من المملكة العربية السعودية و دولة قطر و دولة الكويت قد وصلت إلى 100%، و في مملكة البحرين بلغت 96%، و في سلطنة عمان بلغت 94% أما الإمارات العربية المتحدة فقد وصلت إلى ما نسبته 75%.

و حلت دولة الكويت في المرتبة الأولى في عدد الشركات المساهمة المسموح تداول أسهمها لمواطني الدول الأعضاء الأخرى بـ 214 شركة، تلتها المملكة العربية السعودية في المرتبة الثانية بـ 158 شركة، و سلطنة عمان في المرتبة الثالثة بـ 108 شركة، و بلغ العدد في الإمارات العربية المتحدة 79 شركة، و في مملكة البحرين 43 شركة، و في دولة قطر 42 شركة.

كما أن عدد المساهمين من مواطني دول المجلس في هذه الشركات بلغ حوالي 453 ألف مساهم في عام 2012م، حيث حلت الإمارات العربية المتحدة في المرتبة الأولى في استقطاب المساهمين من مواطني دول المجلس و البالغ عددهم 212243 مساهماً بنسبة قدرها 46.9% من إجمالي عدد المساهمين، تلتها دولة قطر حيث بلغ عدد المساهمين فيها 190886 مساهماً و بنسبة قدرها 42.2%، و حلت مملكة البحرين في المرتبة الثالثة بعدد 27330 مساهماً، و جاءت كل من سلطنة عمان و المملكة العربية و دولة الكويت في المراتب الرابعة و الخامسة و السادسة بعدد 15474 و 4988 و 1792، مساهماً من مواطني الدول الأعضاء على التوالي.

و قد تصدر المستثمرون السعوديون قائمة المساهمين من أبناء دول المجلس في الشركات المساهمة و المسموح تداول أسهمها لمواطني دول المجلس في العام 2012م بنسبة قدرها 50.2% من إجمالي عدد المساهمين، أما المستثمرون الكويتيون فقد حلوا في المرتبة الثانية بنسبة قدرها 15.9%، تلاهم الإماراتيون و البحرينيون بنسبة قدرها 10.7% لكل منهما، و من ثم العمانيين و القطريين بنسب قدرها 8.5% و 4.1% على التوالي.<sup>5</sup>

### 2-3- معوقات التكامل بين أسواق المال الخليجية:

ان امكانية تحقيق اي شكل من اشكال الربط بين اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي وصولاً لتكاملها واندماجها في سوق واحدة يتطلب تدليل العقبات و التالية:<sup>6</sup>

**-المعوقات الادارية:** ان التشريعات و النظم الادارية و التنظيمية و التي تفرض شروطا تتعلق بالترخيص لإدراج الأوراق المالية الاجنبية وشروط تملك و حيازة غير المقيمين لأوراق الشركات الوطنية ، بغرض حماية المدخرات الوطنية من التسرب الى الخارج والحيلولة دون سيطرة الاجانب على المشروعات الوطنية.

هذه القيود لازالت تحول دون خلق قنوات اتصال ما بين الاسواق الخليجية لرأس المال، حيث ان القواعد القانونية المنظمة لتداول الاوراق المالية الاجنبية والسماح للمواطنين و غير المقيمين في حيازتها وتداولها تختلف من سوق لآخر.

**-المعوقات النقدية والمالية :** ان الترابط المباشر بين الاسواق العربية عموماً لرأس المال و بالتالي تامين انسياب رؤوس الاموال العربية فيما بينها لا يبدو امراً واقعياً في ظل سياسات مالية و نقدية تتسم بعدم الاتساق و الاختلاف الكبير، و خاصة من حيث سياسات الصرف الاجنبي و اسعار الفائدة و معدلات التوسع النقدي و بالتالي من حيث معدلات التضخم السائدة.<sup>7</sup>

وتجدر الاشارة أن انخفاض حجم تدفقات رؤوس الاموال العربية من دول الفئات إلى دول العجز يرجع ايضاً الى سياسات الائتمان وسعر الفائدة التي تنتهجها بعض دول العجز ضمن استراتيجية عامة تستهدف التنمية الاقتصادية والاجتماعية أخذة بعين الاعتبار العوامل الخاصة بتوزيع الدخل و هي اعتبارات قد تفوق في اهميتها اية مكاسب يمكن ان تنتج من تدفق رؤوس اموال عربية او غير عربية اليها، اضافة الى ان اي سياسات مالية حكومية تستهدف زيادة الضرائب او اللجوء الى الاسواق المالية لتمويل العجز و كذلك رفع سعر الفائدة لتشجيع الادخار قد تؤدي جميعها الى نتائج عكسية لا تتفق وهدف تشجيع تدفق رؤوس الاموال العربية الى دول العجز.<sup>8</sup>

**-المعوقات التنظيمية و المؤسسية :** بالرغم من برامج الاصلاح التي عرفتها اسواق المال العربية عموماً و الخليجية على وجه الخصوص ، الا انها لازالت تعاني من اوجه قصور عديدة سواء تعلق الامر بالقواعد المنظمة للإصدار والتداول او بلهيكلة المؤسسي الذي يتسم في بعضها بالخلل نتيجة افتقاره الى مؤسسات الوساطة و التقاص المتخصصة وكذلك شركات ترويج و تغطية الاكتتاب للأوراق المالية فضلاً عن الشركات صانعة السوق اضعف لما تعانيه اسواق المال العربية

من عدم تنوع الادوات المالية، حيث تكاد الاسهم تكون الاداة الوحيدة التي تتوفر فيها ، كما ان بعض الدول العربية لا زالت تفتقر الى سوق منظمة للأوراق المالية وبعض الاخر لازالت اسواقه المالية في بدايتها على غرار بعض دول مجلس التعاون الخليجي مثل البحرين و عمان.<sup>9</sup>

## 2-4- جهود دول مجلس التعاون الخليجي لتجسيد تكامل الأسواق المالية:

أكد المجلس الأعلى في دورته الثلاثين ( الكويت , ديسمبر 2009) على أهمية تكامل الأسواق المالية بدول المجلس وضرورة توحيد السياسات و الأنظمة المتعلقة بها ، حيث كلف اللجان الوزارية المعنية كل فيما يخصه بوضع الآليات اللازمة لتنفيذ المادة (5) من الاتفاقية الاقتصادية بشأن تعزيز بيئة الاستثمار بين دول المجلس و المادة (12) الخاصة بتشجيع إقامة المشاريع المشتركة وزيادة الاستثمارات البنينة التي تساهم في تحقيق التكامل بين دول المجلس في جميع المجالات و اقتراح الحلول المناسبة لتذليل المعوقات التي تعترضها.

وتنفيذا لقرار المجلس الأعلى قرر المجلس الوزاري في دورته (115) تشكيل لجنة وزارية دائمة من رؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس ترفع توصياتها إلى المجلس الوزاري, يكون من مهامها ما يلي:

- توحيد السياسات و الأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية سعيا لتكاملها، تنفيذاً للفقرة (3) من المادة (5) من الاتفاقية الاقتصادية بين دول مجلس التعاون الخليجي.

- تحقيق متطلبات السوق الخليجية المشتركة وما نصت عليه المادة (3) من الاتفاقية والتي تنص "يعامل مواطنو دول المجلس الطبيعيون و الاعتباريون في أي دولة من دول الأعضاء نفس معاملة مواطنيها دون تفریق أو تمييز في كافة المجالات الاقتصادية"، بما في ذلك تداول الأسهم وتأسيس لشركات.

وفي ضوء ما أوكل لها من مهام واختصاصات شكلت اللجنة الوزارية لجنة عالية المستوى من رؤساء هيئات الأسواق المالية لاقتراح الآليات اللازمة لتنفيذ تلك المهام، واقتراح خطة عمل للجنة الوزارية ضمن برنامج زمني لتحقيق التكامل بين الأسواق المالية بدول المجلس، و شرعت اللجنة في تنفيذ مهامها حيث شكلت (06) فرق\* عمل لدراسة هذه الموضوعات و رفع توصياتها إلى لجنة رؤساء هيئات الأسواق المالية تمهيدا لإقرارها و التوصية بشأنها للجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية، على أن تعمل هذه الفرق على دراسة الموضوعات المتعلقة بمهام و اختصاصات اللجنة الوزارية و رفع توصياتها إلى لجنة رؤساء هيئات الأسواق المالية (أو من يعادلهم) تمهيدا لإقرارها و التوصية بشأنها للجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية.

و قد توصلت اللجنة الوزارية للأسواق المالية في اجتماعها الثاني (دبي، 16/7/2011) إلى قواعد موحدة لإدراج الأوراق المالية (الأسهم، و السندات و الصكوك، و وحدات صناديق الاستثمار) في الأسواق المالية بدول المجلس، وأوصت للمجلس الوزاري برفعها للمجلس الأعلى لاعتمادها و العمل بها بصفة استشارية على أن تقوم الدول

الأعضاء برفع تقارير دورية كل ستة أشهر، عن تطبيقها ومقترحاتها لتحسين وتطوير هذه القواعد، تمهيدا لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية، و في الدورة الثانية و الثلاثين للمجلس الأعلى (الرياض، ديسمبر 2011م) اعتمد المجلس الأعلى هذه القواعد، حيث قرر:

**أولاً:** اعتماد لقواعد الموحدة لإدراج الأوراق المالية في الأسواق المالية بدول المجلس و هي:<sup>10</sup>

القواعد الموحدة لإدراج الأسهم في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي.

القواعد الموحدة لإدراج السندات و الصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي.

القواعد الموحدة لإدراج وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي.

**ثانياً:** العمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيدا لمراجعتها و العمل بها بصفة إلزامية.

توصلت اللجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس إلى عدد من القواعد و المبادئ الموحدة المتعلقة بتكامل الأسواق المالية بدول المجلس والتي اعتمدها المجلس الأعلى في دورته الثالثة و الثلاثين (ديسمبر 2012م)، حيث قرر ما يلي:

- اعتماد القواعد الموحدة لطرح الأسهم في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، و العمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيدا لمراجعته و العمل بها بصفة إلزامية.
- اعتماد قواعد الإفصاح الموحدة للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، و العمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيدا لمراجعتها و العمل بها بصفة إلزامية.
- اعتماد المبادئ الموحدة لحوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، و العمل بها بصفة استرشادية لمدة سنتين تمهيدا لمراجعتها و العمل بها بصفة إلزامية.

#### خاتمة:

ما تزال درجة تحقيق اهداف اسواق الاوراق لمالية بدول مجلس التعاون الخليجي متواضعة بالرغم من تطور ادائها خلال السنوات الماضية ، حيث انها لم تنجح بعد في تعبئة المدخرات الوطنية و الاجنبية وتوظيفها على شكل استثمارات في الاسهم في الاقتصادات الخليجية، اذ هناك حاجة ملحة لتطوير هذه الاسواق خاصة في اطار الجهود المطلوبة لإعادة هيكلة اقتصاداتها ، عن طريق احداث الاستقرار الاقتصادي و التنمية المستدامة وعلى صعيد العملة المشتركة فقبل الوصول اليها يتعين القيام بجملة من الترتيبات الاقتصادية و القانونية و الفنية ، و لعل اهمها تطوير اسواق الاوراق المالية بدول المجلس والعمل على تحقيق التكامل فيما بينها.

وبناء على ما سبق يمكن ادراج النتائج التالية:

- يظهر من واقع اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي أنها اسواق حديثة النشأة و تتميز بنظم متطورة للتداول و التسوية، وتدفق رؤوس الاموال الاجنبية اليها للاستثمار، الا أنها تعاني من بعض المعوقات و التي تتمثل أساسا في ضيق و محدودية هذه الاسواق و انخفاض اداء الشركات المدرجة و تنوع الادوات المالية المتداولة على نطاق ضيق و ضعف الشفافية .

- هناك عدم ترابط كبير على مستوى الاسواق المالية الخليجية نظرا لاختلاف اجراءات و قوانين هذه الاسواق اضافة الى اختلاف عملات التداول بين اسواقها .

- من اهم المعوقات التي تعترض تكامل اسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي عدم وجود اطار موحد للتداول و ايداع الاوراق المالية اضافة الى تعدد الجهات الرقابية اضافة الى عدم وجود البية لتبادل المعلومات للشركات المصدرة بين هذه الاسواق.

الملحق (01): احجام التداول و معدل دوران الاسهم باسواق الاسهم بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة

2013-2003

السوق		السعودي				دبي و أبوظبي				الكويتي		السنة
معدل الدوران	عدد الاسهم (م سهم)	حجم التداول		معدل الدوران	عدد الاسهم (م سهم)	حجم التداول		معدل الدوران	عدد الاسهم (م سهم)	حجم التداول		السنة
		% من GCC	مليون دولار			% من GCC	مليون دولار			% من GCC	مليون دولار	
91,74	49,563.0	24.8	55.1	10,5	561.4	0.94	2.0	101,11	5565	72.1	159.1	2003
70,42	33,543.7	9.4	51.8	47,16	6,069.3	3.3	18.2	154,43	10298	85.7	473.0	2004
78,53	52201	7.1	97.6	120,02	33,859	10.1	140.6	170,80	12281	80.4	1,103.7	2005
56,3	37658	3.7	59.2	124,8	50940	7.1	120.4	249,2	54440	87.6	1,402.8	2006
100,0	70432	13.5	135.5	58.2	157,318	15.1	151.0	28.4	14132	68.2	682.1	2007
184.5	80923	15	129.7	110.8	126,343	16.8	146.3	117.2	58831	60.7	523.1	2008
80.5	106338	14	75.5	49.8	152,363	12.6	67.8	105.7	56739	62.6	337	2009
39.0	74691	15.6	44.4	27.0	55953	9.7	28.3	54.4	31555	67.7	192.4	2010
21.6	38343	6.3	21.8	16.7	41694	4.4	15.7	84.6	47640	82.6	286.9	2011
25.9	84243	4.5	25.9	18.7	56901	3.4	19.4	134.4	83653	88.4	501.4	2012
35.8	124534	7.6	37.7	35.5	167728	12.5	61.4	78.4	51916	73.5	361.8	2013
68,4	11.04				77,24	8.72			38822	75.4		

مستقل				البحرين				الدوحة				السنة
معدل الدوران	عدد الاسهم (م سهم)	حجم التداول		معدل الدوران	عدد الاسهم (م سهم)	حجم التداول		معدل الدوران	عدد الاسهم (م سهم)	حجم التداول		
		% من GCC	مليار دولار			% من GCC	مليار دولار			% من GCC	مليار دولار	
18,41	315.2	0.6	1.5	2,69	405.6	0.11	0.3	12,06	190.0	1.5	3.2	2003
21,31	345.4	0.4	1.9	3,43	335.8	0.08	0.5	15,69	316.6	1.5	6.4	2004
27,53	452	0.24	3.6	4,10	458	0.05	0.70	32,42	1033	2.1	28.3	2005
17,00	922	0.14	2.3	6,6	728	0.09	1.30	33,8	2428	1.3	20.5	2006
22.5	2989	0.52	5.2	4	851	0.11	1.10	31.3	3411	3	29.9	2007
57.4	4199	1.01	8.7	10.5	1,675.9	0.24	2.10	62.9	3894	5.6	48.2	2008
25.0	6061	1.1	5.8	2.9	861	0.09	0.48	28.8	3450	4.7	25.5	2009
15.2	2990	1.16	3.3	1.4	610	0.10	0.29	29	2094	6.5	18.4	2010
12.7	2341	0.71	2.5	1.4	486	0.07	0.24	18.2	2302	6.6	22.9	2011
12.1	4247	0.47	2.7	1.5	561	0.04	0.25	12.65	1760	2.7	15.6	2012
23.2	8033	1.15	5.7	2.8	1,791.6	0.01	0.54	13.5	1937	4.1	20.6	2013
	2,9	0.68			796.7	0.09			2,07	3.6		المتوسط

السنة	حجم التداول (قيمة الاسهم المتداولة - مليون دولار)			عدد الاسهم (مليون سهم)	
	مجموع الاسواق العربية	GCC من الاسواق العربية	مجموع الاسواق العربية	مجموع اسواق GCC	GCC% من الاسواق العربية
2003	230417	220627	95.8	56534	89.2
2004	568288	551782	97.1	50897	88.5
2005	1435412	1371966	95.6	180284	90.5
2006	1684998	1600685	95.0	146646	87.0
2007	1.108070	1.000433	90.3	292631	90.6
2008	997874	861983	86.4	275865	90.6
2009	653458	538513	82.4	320725	88.0
2010	348944	284182	81.4	165541	82.4
2011	379897	347499	91.5	131128	85.9
2012	612287	567299	92.6	231702	75.1
2013	521064	492392	94.5	366760	92.2

المصدر : صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام 2003-2013م.

### الهوامش

- <sup>1</sup> إبراهيم اونور (2009)، خصائص أسواق الأسهم العربية، جسر التنمية، العدد 80، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ص 3-6.
- <sup>2</sup> Brahim Onour (2009), Volatility Transmission Across GCC Stock Markets, Journal of Development and Economic policies, Volume 11-No1-Kuwait, p50-56
- <sup>3</sup> التقرير الاقتصادي العربي الموحد (2010)، صندوق النقد العربي، ابوظبي، ص 144.
- <sup>4</sup> إبراهيم اونور (2009)، المرجع السابق، ص 7-8.
- <sup>5</sup> مجلس التعاون الخليجي (2013)، السواق الخليجية المشتركة: حقائق وأرقام، المرجع السابق، ص 102-103.
- <sup>6</sup> عبد الله الركيبي (1997)، ورقة مقدمة للمؤتمر السنوي العام لاتحاد البورصات وأسواق المال العربية، القاهرة، ص 64.
- <sup>7</sup> رمضان الشراح وعبد الله سعد الله (2001)، استشراف مستقبل اسواق الاوراق المالية في دول مجلس التعاون، ورقة مقدمة الى مؤتمر اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، جامعة الملك فيصل، السعودية، ص 188-200.
- <sup>8</sup> شذا خطيب و صعفق الركيبي (2008)، العولمة المالية، ط1، دار مجدلاوي للنشر، عمان، ص 173-175.
- <sup>9</sup> عبد المنعم السيد (1998)، نحو سوق مالية عربية كأداة جذب للأصول العربية المستثمرة في الخارج، التكامل الاقتصادي العربي: الواقع والافاق، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، ص 182.
- \* فريق عمل الإدراج والإفصاح و الحوكمة، فريق عمل الإصدارات الأولية والاكتتابات في الأسواق المالية، فريق عمل الربط و التقاص، فريق عمل الأدوات المالية، فريق عمل الإشراف و الرقابة على الأسواق المالية، فريق عمل مؤسسات السوق المالية.
- <sup>10</sup> المرجع السابق، ص 182.