

**تحديات الألفية الثالثة التي تواجه بورصات الدول العربية**

**د. أحمد يحيايوي**  
**جامعة البويرة**

**د. رشيد بوكساني**  
**جامعة بومرداس**

**د. نسيمة أوكيل**  
**جامعة بومرداس**

**Summary:**

The growing tendency of developing countries during the second half of the eighties and the era of the nineties of the previous century to the transition to a market economy with the growing economic imbalances and instability of the structure of macroeconomic and exacerbating the problems of external indebtedness, and in the framework of transition to market economies have adopted various developing countries including Arab countries Programs comprehensive reform particularly with regard to the funding side of their economies, in search of them to achieve positive results and bring about economic development through the adoption of modern method of funding financial intermediation through the establishment of the financial markets.

The Arab countries recent financial markets, which have focused mostly investments in securities and in an orderly fashion until the beginning of the nineties of the last century, but these two decades have witnessed a wide spread of markets mentioned in all the countries concerned but also in major cities in these countries, as the interface Arab stock markets during her career with many challenges still facing, we will try through this research to shed light on them. and based on that, we decided to ask the following question:

To what extent is the ability of the Arab world stock markets to overcome and to keep pace with advances in global stock markets?

From this question we can ask sub-questions that we are trying to answer through this research:

- What do we mean by global financial markets?
- To which extent the Arab financial markets have evolved?
- What are the problems facing the Arab financial markets?

To answer these sub-questions, we have formulated the following hypotheses:

- The stock market index, which measures the degree of economic development of the State;
- The Arab world stock market cannot face obstacles imposed by the development taking place
- Arab stock markets are characterized by non-diversity of its constituent companies, like other emerging economies. And reflect the desired goals in this research:
- Provide an overview of the global financial markets and their development;
- To highlight the importance of the stock market to achieve economic recovery;
- To highlight the reality of Arab stock exchanges;

So we decided, through this research to address the following elements:

- Global stock markets;
- Arab stock markets;
- The reality of global stock markets, and Arab stock exchanges and challenges.

## مقدمة :

تزايد اتجاه الدول النامية خلال النصف الثاني من عقد الثمانينات وحقبة التسعينات من القرن السابق إلى التحول لاقتصاد السوق مع تزايد الاختلالات الاقتصادية وعدم استقرار البنية الاقتصادية الكلية وتفاقم مشكلات المديونية الخارجية بها، وفي إطار تحولها إلى اقتصاد السوق تبنت مختلف الدول النامية بما في ذلك الدول العربية برامج إصلاحية شاملة خاصة فيما يتعلق بالجانب التمويلي لاقتصادياتها، بحثا منها عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية من خلال اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل بالوساطة المالية عن طريق إنشاء الأسواق المالية .

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية التي لم تركز في الغالب الاستثمارات في الأوراق المالية وبشكل منظم حتى بداية التسعينات من القرن الماضي، غير أن هذين العقدين قد شهدا انتشار واسع للأسواق المذكورة في كافة الدول المعنية بل وكذلك في المدن الرئيسية في هذه الدول، كما واجهت البورصات العربية خلال مسيرتها عدة تحديات ولا تزال تواجهها، سنحاول من خلال هذه البحث تسليط الضوء عليها و بناء على ذلك، ارتأينا طرح التساؤل التالي :

ما مدى قدرة بورصات الوطن العربي على تجاوز مسايرة التقدم الحاصل في البورصات العالمية ؟

من هذا التساؤل يمكننا طرح الأسئلة الفرعية التي نحاول الإجابة عنها من خلال هذا البحث:

- ماذا نقصد بالأسواق المالية العالمية ؟
- إلى أي حد تطورت الأسواق المالية العربية ؟
- ما هي المشاكل التي تواجه الأسواق المالية العربية؟
- للإجابة على هذه الأسئلة الفرعية، قمنا بصياغة الفرضيات التالية :
- تعتبر البورصة المؤشر الذي يقيس درجة التطور الاقتصادي للدولة؛
- لا يمكن لبورصات الوطن العربي مواجهة العقبات التي فرضها التطور الحاصل؛

- تتميز بورصات الوطن العربي بعدم تنوع الشركات المكونة لها ، كغيرها من الاقتصاديات الناشئة.

وتتجلى الأهداف المرجوة في هذا البحث :

- تقديم نظرة شاملة عن الأسواق المالية العالمية و مدى تطورها
- إبراز أهمية البورصة في تحقيق إنعاش الاقتصادي؛
- إبراز واقع البورصات العربية ؛
- لذا ارتأينا من خلال هذا البحث التطرق إلي العناصر التالية:
- أسواق الأوراق المالية العالمية؛
- أسواق الأوراق المالية العربية؛
- واقع البورصات العالمية، والبورصات العربية وتحدياتها.

**أولاً : أسواق الأوراق المالية العالمية**

لقد أدى توسع النشاط الاقتصادي و زيادة انفتاح الدول على العالم الخارجي إلى ظهور معالم واضحة الاتجاه نحو شمولية الأسواق المالية المعاصرة بصفة عامة و أسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، و ذلك من خلال تداخل الوظائف و تعدد الأدوات في السوق الواحد فنجد أدوات أجنبية تتداول يعرف " أسواق الأوراق المالية العالمية " .

**1. مفهوم أسواق الأوراق المالية العالمية وعوامل قيامها :**

لقد شهد القرن العشرين ظهور ما يعرف ب "أسواق الأوراق المالية العالمية" أو ما يصطلح عليه أيضاً ب "البورصات العالمية" أو "البورصات الدولية".

**أ. مفهوم أسواق الأوراق المالية العالمية وخصائصها :**

أسواق الأوراق المالية العالمية مثلها مثل أسواق المالية المحلية، فهي تجمع بين أصحاب العجز و أصحاب الفائض المالي، كما تقدم نفس الوظائف التي تقدمها الأسواق المحلية لكنها تكون على المستوى العالمي . غير أن مصطلح البورصات العالمية يطلق عادة على بورصات الدول المتقدمة و الدول الصناعية الجديدة، و تعرف سوق الأوراق المالية العالمية على أنها " الأسواق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء و بيعاً في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت و هيئات محلية"<sup>□</sup>، أما حسب المفهوم الواسع لسوق الأوراق المالية العالمية فهي: تلك السوق التي يتواجد فيها مستثمرون و أوراق مالية من دول أخرى<sup>□</sup> .

و تتميز أسواق الأوراق المالية العالمية بخصائص عدة نذكر منها ما يلي<sup>□</sup> :

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات المالية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة؛

- ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد من البلدان معينة في القيمة الكلية للتبادلات الدولية في الأوراق المالية. ففي نهاية سنة 1990 مثلا قدرت هذه النسبة ب 33.91% للولايات المتحدة الأمريكية و 32.21% لليابان و 9.58% لبريطانيا ؛
- الاعتماد في إجراء التعاقد على التبادلات الدولية على شبكة اتصالات دولية قوية، وهي تغطي كافة الأسواق النظامية و غير النظامية؛
- تزايد دورة التعاملات غير النظامية، سواء كان بشكل مباشر بين أطراف العقود أو غير مباشرة من خلال شبكة الاتصالات أو الوسطاء الماليين؛
- تدخل مؤسسات متعددة الجنسيات للمشاركة أو الضمان أو الإدارة في التبادلات المالية الجارية بشكل مباشر أو من خلال أسواق مالية معينة؛
- غالبية هذه الأسواق تسودها المضاربة لذا فهي شديدة التقلب بالإضافة إلى حساسيتها العالية اتجاه الشائعات؛
- المتبع للتقلبات الحاصلة في أسواق المالية الدولية يتضح له أن هناك ارتباطا واضحا فيها بين هذه الأسواق مما يؤكد عالميتها.

#### ب. عوامل قيام الأسواق المالية العالمية :

- هناك عدة عوامل ساعدت على قيام أسواق المالية العالمية منها:
- الارتفاع الاقتصادي للأسواق المتقدمة مع بعضها البعض في أوروبا ثم مع الولايات المتحدة ؛
- تزايد حركة رؤوس الأموال الدولية وخاصة الأمريكية ؛
- توجه رؤوس الأموال للدول المتقدمة إلى بعض الدول الآسيوية ؛
- تراكم الدخول البترولية في المؤسسات الائتمانية الغربية لفترة السبعينات من القرن الماضي ؛
- التطور الكبير في وسائل الاتصال ؛

- الانتشار الواسع لأسواق الأوراق المالية في معظم الدول النامية ؛
- دخول المؤسسات المالية و المصرفية في تعبئة المدخرات و القيام باستثمارها في أسواق الأوراق المالية المختلفة؛
- التدخل الحكومي الإيجابي في قيام الأسواق المالية الدولية في كثير من الدول .

## 2. أنواع أسواق الأوراق المالية العالمية :

يتم تقسيم أسواق الأوراق المالية العالمية إلى فئتين رئيسيتين وهما :

### أ. أسواق الأوراق المالية المتقدمة :

ارتبط وجود أسواق الأوراق المالية المتقدمة بالدول التي تعرف اقتصادياتها تقدما كبيرا، و يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المتقدمة طبقا للمعيار الجغرافي إلى :

☞ **أسواق الأوراق المالية الأمريكية :** تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من ناحية التقدم في أسواق الأوراق المالية، تعتبر من أكبر بورصات العالم منذ عدة سنوات تسجل أكثر من 2500 سهم عادي وممتاز. كما توجد بورصات أخرى في شيكاغو و المشهورة بالتعاملات الآجلة و بورصة سان فرانسيسكو المشهورة بالتعامل بالخيارات. و يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية أكثر من أربعة آلاف بيت للسمسة منها أكثر من 655 في مدينة نيويورك لوحدها □، كما نشهد أيضا في نيويورك أهمية بالغة للأسواق المعروفة بخارج المقصورة □ مثل شركات الكمبيوتر؛

☞ **أسواق الأوراق المالية الأوروبية :** يمكن ذكر أهم البورصات الأوروبية التالية :

- **بورصة لندن:** تعتبر بورصة لندن بمثابة أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، إذ يزيد عدد الأوراق المالية المسجلة فيها عن 6000 سهم أي ما نسبته 50 ٪ من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في البورصات

الأوروبية منها 2000 سهم لشركات دولية أوروبية. و يعود تاريخ إنشاء بورصة لندن الى سنة 1802 حيث بقيت البورصة الأهم على امتداد القرن التاسع عشر على المستوى العالمي غير أنها خسرت موقعها بعد ذلك لصالح بورصة نيويورك.

• **البورصات الفرنسية :** تشمل البورصات الفرنسية جميع الأسواق المنتشرة في كل من باريس، ليل، مرسلية، نانسي و نانت ، تتم عمليات التداول على الأوراق المالية في بورصة باريس عن طريق شركات أعضاء البورصة، كما يتم التداول أيضا في البورصات الفرنسية تحت نظام الكتروني مركزي يدعى CAC يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في كل الأوراق المالية الموجودة في كافة هذه البورصات و في وقت واحد.

- و توجد أربعة تنظيمات تمثل الإطار العام للسوق في فرنسا و هي : □
- شركات البورصة المتمثلة في مختلف السماسرة و المتعاملين ؛
- مجلس بورصات الأوراق المالية و تمثل السلطة المشرفة على السوق؛
- شركة البورصات الفرنسية و تتولى تنفيذ قرارات مجلس البورصات و عمليات المقاصة بين أعضاء البورصة؛
- هيئة عمليات البورصة و مهمتها الرقابة على المعلومات المنشورة و حماية المستثمرين و مصداقية المعلومات المقدمة.

• **البورصة الألمانية :** تتميز الأسواق المالية الألمانية بصغر حجمها، و يوجد في ألمانيا ثمانية بورصات للأوراق المالية و هي على العموم تتميز بالخصائص التالية : □



- تمثل فرانك فورت أكبر بورصات ألمانيا إذ تسيطر على ثلثي التداول في الأوراق المالية المتداولة
- يتركز تداول الأوراق المالية بشكل كبير على أربعة بورصات فقط من أصل ثمانية، يتم تسجيل السندات الحكومية و سندات الشركات عن طريق الوسائط الماليين الرسميين؛
- يتم التعامل في السوق الثانوي عن طريق شبكة اتصالات الهاتف وفق القوانين التجارية و المالية خارج البورصة شريطة الإفصاح المالي و التسجيل ؛
- سوق الأوراق المالية الخاص بالشركات الصغيرة الذي أنشئ في سنة 1987 يعتبر سوق غير رسمي ؛
- التعامل بالأوراق المالية الأجنبية.
- ✍ **البورصات الآسيوية :** تحتل بورصة طوكيو المرتبة الأولى بين البورصات الآسيوية، و يتم تداول أسهم الشركات اليابانية في ثماني بورصات محلية هي : طوكيو ، نابويا، لوزاكا، هيروشيما، نياجاتا، كيوتو، سابورو و فوكوكا من أهم خصائص البورصات اليابانية نجد ما يلي :
- تنوع الأوراق المالية المتداولة فيها؛
- التعامل بالأوراق المالية الأجنبية بالإضافة إلى السماح للأجانب بالتعامل فيها ؛
- الاستقرار النسبي للسوق و من ثم انخفاض درجة المخاطرة؛
- الاعتماد على أحدث الأجهزة الإلكترونية في الاتصال بين البورصات اليابانية و كذلك نشر المعلومات.

#### ب. أسواق الأوراق المالية الناشئة :

بينما كانت الاستثمارات تتركز في أسواق الأوراق المتقدمة، ظهر اهتمام جديد القي الضوء على ما يدعى بأسواق رأس المال الناشئة، و هي الأسواق التي كانت تتمتع على الأقل بثلاث عوامل جاذبة للاستثمارات، اثنان منها يتعلق بارتفاع متوسط العائد و انخفاض درجة ارتباطها مع الأسواق المتقدمة، و الجدول التالي

يوضح معدلات العائد في كل من شقي أسواق الأوراق المالية العالمية خلال الفترة 2003-2007.

الجدول رقم (01) : معدل العائد في أسواق الأوراق المالية العالمية للفترة 2003 - 2007

الوحدة : بالمئة

الانحراف المعياري للفتلة 2003- 2007	أكتوبر 2007 إلى أفريل 2008	جانفي إلى أكتوبر 2007	2003- 2007	2007	2006	2005	2004	2003	البيان
2.7	3.8 -	11.4	15.2	7.1	17.8	8.4	12.1	30.8	الأوراق المالية المتقدمة
5.1	10.2 -	45.5	34	36.1	29.1	30.4	22.4	51.7	الأوراق المالية الناشئة

Source : JP Morgan , standart and poor's, international finance corporation.

نقلا عن :

World Bank, global development finance, The role of international Banking ,  
Review analysis and outlook , 2008, p 49 .

إن أهم ما يلاحظ من الجدول هو التفاوت الكبير في معدلات العائد بين هذه الأسواق، حيث نجد و في جميع سنوات الدراسة أن معدلات العائد في أسواق الوراق المالية الناشئة يفوق دائما معدلات العائد المسجلة في أسواق الأوراق المالية المتقدمة، و تعرف أسواق الأوراق المالية الناشئة على أنها "الأسواق في الدول منخفضة و متوسطة النمو، و بدأت عمليات التغيير و النمو في الحجم و التعقد و تتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو و التقدم". □

## ثانياً: أسواق الأوراق المالية العربية

لم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات سوى بلدان لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما مصر ولبنان الذين تم تأسيسهما بين العامين 1899 و 1920، وقبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب ثم تونس سنة 1969 على إقامة بورصة للأوراق المالية تطويراً لآلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما، وشهد النصف الثاني من السبعينات افتتاح بورصة للأوراق المالية عام 1977 في كل من الكويت والأردن،<sup>□□</sup> كما تم إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر في نهاية سنة 1996.

## 1. عوامل إنشاء الأسواق المالية العربية:

شهدت السنوات الأخيرة اهتماماً متزايداً بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في البلدان العربية، وقد أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير أسواق رأس المال نتيجة للعوامل التالية:

- فشل سياسات الاستدانة والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي<sup>□□</sup>؛
- ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريباً؛
- تعاظم السيولة خاصة في الدول المصدرة للبترول الخام والذي صاحبه ارتفاع أهمية القطاع الخارجي التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة؛
- توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة<sup>□□</sup>؛
- التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية، والذي رافقه ازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية<sup>□□</sup>؛

## 2. خصائص الأسواق المالية العربية:

إن عملية رصد الوضع الراهن لأسواق الأوراق المالية العربية يكشف عن وجود عدد من الخصائص الأساسية المشتركة التي تتميز بها، يمكن حصرها في العوامل التالية:

## أ. ضالة عرض الأدوات الاستثمارية:

- تعاني الأسواق المالية العربية من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها ما يلي:
- سيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة في العديد من أسواق المال العربية □□.
  - طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة □□.
  - ضعف أسلوب توزيع الاكتتابات.
  - محدودية أحجام التداول وقلّة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق □□.

## ب. قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية:

- تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من تدني الطلب على الأوراق المالية، ومن العوامل التي يعزى إليها هذا الأمر ما يلي:
- انخفاض معدل الادخار الفردي وعدم ثباته؛
  - منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على الأسهم؛
  - تفضيل السيولة في الاستثمار قصير الأجل: □□
  - عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف الثقة بمكاتب (أو شركات) الوساطة؛
  - انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية □□؛

- ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق؛
- ضعف الفرص المتاحة للتبوع.

### ج. قصور الأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم أسواق المال العربية :

يلاحظ أن من بين أهم المعوقات التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية العربية ما يلي □□ :

- غياب الاستقلال الإداري لبعض البورصات العربية وقلة الصلاحيات المخولة لهذه البورصات وافتقارها لأدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية؛
- غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكاملة لدوره، كما تفتقر الأسواق العربية إلى مؤسسات الحفظ والإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة ، كما تفتقر معظم أسواق الأوراق المالية العربية إلى شركات الترويج وضمان الاكتتاب و إلى وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاة الائتمانية.

### د. دقة الإفصاح وتدقيق المعلومات :

تعد المعلومات روح الأسواق المالية والمصدر الرئيس لاتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء، و الاستمرارية في تدفقها وتوقيت نشرها وصحتها ودقتها وصدقيتها هي الأساس في كفاية الأسواق المالية □□. لقد أقرت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال عدداً من المبادئ بخصوص موضوع الإفصاح .

تعاني الأسواق المالية العربية من غياب النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية □□.

لقد أسهم تدني مستوى الإفصاح والشفافية باعتماد العديد من المتعاملين في الأسواق العربية على الإشاعات □□ .

هـ. ارتفاع درجة تركيز التداول □□ :

هي نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول.

و. التقلبات الشديدة في الأسعار:

من الخصائص الأساسية التي تميز بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، في معظم البورصات العربية هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 7 و 10% في بورصة الكويت مثلاً.

تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية العربية □□، وقد شكلت طبيعة المستثمر والثقافة الاستثمارية في هذه الأسواق عاملاً أساسياً في الارتفاع الكبير في الأسعار ومن ثم الانهيار الحاد الذي ضرب الأسواق الخليجية في الآونة الأخيرة □□ .

ز. ضآلة حجم السوق:

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء.. وباستثناء مصر، فإن متوسط عدد الشركات المدرجة في كل سوق لا يتجاوز 75 شركة، ويعتبر هذا العدد منخفضاً بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة والناشئة؛ ذلك أن متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة يصل إلى 330 شركة، ويصل في الأسواق المتقدمة إلى 740 شركة.

كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث الحجم النسبي لها إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ثلاث مجموعات: الأولى تضم كل من سوق الكويت والبحرين وقطر والأردن وتزيد نسبة القيمة السوقية اللتين ترتفع فيهما نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 100%، أما المجموعة الثانية فتتمثل في الأسواق التي تزيد قيمتها السوقية عن 50% وتضم الأسواق في السعودية والامارات. أما المجموعة الثالثة فتضم الأسواق في كل من مصر وسلطنة عمان والمغرب وتونس ولبنان والسودان والجزائر والتي تقل فيها نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50%.

### ثالثاً: واقع البورصات العالمية، والبورصات العربية وتحدياتها

سننتقل إلى مختلف التطورات علي مستوى الأسواق المالية العالمية (أسواق الأسهم والسندات) وعلى مستوى الأسواق المالية العربية .

#### 1. واقع البورصات العالمية، والبورصات العربية:

##### أ. تطور أسواق الأسهم والسندات الدولية:

تعد الأسواق المالية أكثر القطاعات الاقتصادية تأثراً بالأزمة المالية العالمية، فعلى إثر هبوط قيم الأسهم في وول ستريت في سبتمبر 2008 انخفض المؤشر العام للقيم بنسبة 7.1 % في فرانكفورت، و 6.8 % في باريس، و 5.4 % في لندن، و 7.5 % في مدريد، و 3.8 % في طوكيو، و 5.1 % في شنغهاي، و 6 % في ساو باولو، واستمر هذا الاتجاه التنازلي خلال عام 2008 ، مما جعل البورصات العالمية تسجل انخفاضاً كبيراً في مؤشراتهما خلال عام 2008 ؛ فقد انخفض مؤشر "داوجونز" من مستوى 13043 نقطة في بداية عام 2008 إلى 8775 نقطة في نهاية عام 2008 ، مسجلاً بذلك نسبة انخفاض بلغت 32 %، وفي ألمانيا تراجع مؤشر

"داكس" من 7950 نقطة في بداية عام 2008 إلى 4970 نقطة في نهاية عام 2008 ، وبنسبة بلغت 37.4 %، وفي المملكة المتحدة انخفض مؤشر فوتس " 100 ليصل إلى 4435 نقطة في نهاية عام 2008 مقارنة مع 6400 نقطة في بداية العام، مسجلاً انخفاضاً بلغت نسبته 30.7 ، وفي اليابان تراجع مؤشر " نيكاي " من 14700 نقطة إلى 8860 وبنسبة بلغت 39.7 %، وفي فرنسا انخفض مؤشر " كاك " من 5550 نقطة إلى 3217 نقطة في نهاية عام 2008 وبنسبة انخفاض بلغت 42 %.

### ب. واقع الأسواق المالية العربية:

تعتبر أسواق رأس المال في البلدان العربية الأقل نمواً مقارنة بنظيراتها في الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها. تشترك الدول العربية في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي. وبالرغم من أن جمهورية مصر قد سبقت دولاً عديدة من حيث إنشاء البورصة حيث يعود تاريخ بداية التعاملات في بورصة القاهرة والإسكندرية إلى سنة 1888 بل تصدرت المرتبة الخامسة بين بورصات العالم الأكثر نشاطاً، إلا أن موجات التأميم في العهد الاشتراكي قلصت من نشاط البورصة بسبب انخفاض عدد الشركات المدرجة<sup>□□</sup>. سيتم التركيز على قاعدة البيانات<sup>□□</sup> التي يقوم بإعدادها صندوق النقد العربي للبورصات المدرجة في مؤشر الصندوق، حيث شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية وخاصة في، النصف الثاني من عام 2008. فبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق العربية خلال عام 2007 وفي بداية عام 2008 عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وانخفضت أحجام التداول وخسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها



السوقية خلال عام 2008، وانخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008 ، مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية عام 2007 . ويعكس هذا الانخفاض التراجع الملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية، من ناحية أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأسواق.

وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق، فقد انخفضت مؤشرات الصندوق □□ لجميع أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 ، باستثناء بورصة الأوراق المالية بتونس، وتفاوتت نسب انخفاض مؤشرات الصندوق للأسواق بشكل كبير وتراوحت بين حوالي 65 % لسوق دبي المالي ونحو 3.8 % في بورصة الجزائر .

وفيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية، انخفض إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق إلى نحو 769.6 مليار دولار أميركي بنهاية عام 2008 ، مقارنة بنحو 1338 مليار دولار بنهاية عام 2007 ، أي بنسبة انخفاض بلغت نحو 42.5 %؛ ولقد انخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 52.5 % لتبلغ حوالي 246.54 مليار دولار، والقيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 54.3 %، وسوق الكويت بنحو 41.8 %، وسوق أبوظبي للأسواق المالية بنسبة 43.2 %، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 38.1 % .

وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية فقد انخفض في نهاية عام 2008 ليبليغ 1542 شركة مقابل 1550 شركة مدرجة بنهاية عام 2007 . وفيما يتعلق بأحجام التداول في الأسواق المالية العربية، بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 نحو 997.87 مليار دولار أميركي، مسجلة نسبة انخفاض بلغت نحو 9.9 %، مقارنة مع قيمة تداولات عام 2007 . وشكلت قيمة

الأسهم المتداولة في أسواق ثلاثة دول فقط هي سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت، وسوق الإمارات ما نسبته 80.5٪ من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، منها 52.4٪ حصة سوق الأسهم السعودي وحدها.

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة، فقد انخفض خلال عام 2008 بنسبة 5.9٪ ليلبلغ نحو 304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم تم تداولهم خلال عام 2007. وشكل عدد الأسهم المتداولة في أسواق السعودية والكويت والإمارات ما نسبته 87.5٪ من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية. وبلغت نسبة عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية وحدها نحو 26.6٪ من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية.

وفيما يتعلق بمعدلات مضاعف السعر إلى العائد، فلقد كانت منخفضة نسبياً لتعكس انخفاض أسعار الأسهم خلال العام 2008، مما يجعل هذه الأسهم أكثر جاذبية للشراء.

ويهدف تحصيل أسواق المال، خاصة في ضوء الأزمة المالية العالمية، واصلت الجهات التنفيذية والرقابية في كافة أسواق الأوراق المالية العربية العمل خلال عام 2008 على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية لهذه الأسواق. وشملت التدابير التي تم اتخاذها إلزام الشركات المدرجة على رفع مستوى الإفصاح المالي والشفافية، وتقديم خدمات التداول الإلكتروني للمتعاملين في الأسواق، وتحسين النظم الضريبية بهدف جذب الاستثمار، وتعديل نظم إدارة المحافظ الاستثمارية لحماية المستثمرين، وتطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة.

## 2. تحديات البورصات العربية وسبل تطويرها:

ما يمكن التوصل إليه من خلال متابعة تطور أسواق رأس المال العربية هو

النتائج التالية:

- على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدوداً بسبب هيمنة القطاع المصرفي على التمويل في هذه البلدان؛

- على مستوى الأسواق الثانوية، تتسم بصغر حجمها وتدني القيمة السوقية للبورصات العربية وضعف حركة تداول الأوراق المالية على الرغم بنسب النمو المرتفعة في هذه المؤشرات لدى أغلب الدول العربية خاصة الخليجية منها؛
  - انخفاض الطلب في العديد من البورصات العربية لقلة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي؛
  - عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركات العمومية خاصة في الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار؛
  - النقص الكبير الذي تعاني منه بعض البورصات العربية في مجال نشر المعلومات حول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.
- وبالرغم من هذه النتائج المخيبة إلا أن بوادر الأمل بدأت تلوح لتشيط الأسواق المالية فالبلدان العربية في مجملها تسجل زيادات متتالية في معدلات مساهمة القطاع الخاص في اقتصادياتها، وحتى يتحقق أداء أحسن في البورصات العربية يجب توفر جملة من الشروط أبرزها:
- خلق بيئة اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية لحشد المدخرات؛
  - تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية؛
  - دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كأن تقدم حوافز للمقدمين على التعامل في السوق المالي؛
  - ترقية الإفصاح والشفافية بتطوير المعايير المحاسبية ومعاينة الشركات عن تقصيرها ؛
  - توسيع استخدام شبكة الانترنت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي ؛

- توسيع التعاون بين البورصات العربية، والعمل على الاستفادة من الهيئات الإقليمية والدولية ؛
  - فتح البورصات العربية للتوظيفات البيئية، من خلال تسهيل تداول القيم بين البلدان العربية ؛
  - الانفتاح المرهلي والمدروس على رؤوس الأموال الأجنبية لتفادي الأموال الساخنة أو المضاربة ؛
  - التعجيل بعمليات خصخصة المؤسسات العمومية التي تشكل عبئاً ثقيلاً على الحكومات العربية؛
  - إن وجود بورصات في هذه الدول تكون على قدر عال من الكفاءة من شأنه أن يساهم في امتصاص الأموال المتداولة خارج الإطار الرسمي أو ما يعرف باقتصاد الظل.
- وللتفصيل أكثر في هذه الشروط نعالجها أكثر من خلال العوامل التالية المساعدة في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية.
- ✍ **عوامل تطوير أسواق الأوراق المالية العربية:** إن هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية والارتقاء بها إلى مستوى السوق الكفؤة.
- توجيه اهتمام أكبر بالسوق الأولية" سوق الإصدار": وذلك من خلال العمل على تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الاقتصاد القومي □□؛
  - توحيد أسواق المال الثانوية العربية، كخطوة أولى وفتح باب الإستثمار أمام جميع المواطنين □□؛
  - تطوير التشريعات وتحديثها وإدخال المرونة عليها بما يقود إلى خلق المناخ الملائم للإستثمار؛

- دعم تطوير الهياكل المؤسسية للأسواق وخاصة ما تعلق بجانب الوساطة المالية؛ □□
- ضرورة تشجيع الاتجاه نحو الاستثمار في شركات المساهمة ؛
- ضرورة العمل المستمر على تعميق الوعي الاستثماري تعميق الوعي الادخاري والوظيفي □□؛
- خلق الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة ؛
- لاشك أن الإصلاحات في مجالات أخرى يحقق إزالة الحواجز المالية التي تفرق في المعاملة الضريبية بين الأسهم من جهة ، وأدوات الدين الأخرى من جهة أخرى؛
- إن مواجهة مشكلة صغر حجم البورصات يحتاج إلى حزمة من الحلول تتضمن معالجة صغر متوسط رأس المال السوقي بوضع حد أدنى للحجم كشرط لقيود الشركات في البورصة □□ .

**خاتمة:**

إن الدول العربية حديثة العهد نسبيًا بالأسواق المالية التي كان إنشاؤها نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها خاصة الجانب المالي فيه، والذي عانى من نقص واضح في الموارد التمويلية ووقف حائلا أمام أي توسع اقتصادي أو زيادة في الكفاءة الإنتاجية. وجاء هذا الاهتمام نتيجة لما لهذه الأسواق دور ريادي في خدمة التنمية المحلية وتوفير البدائل التمويلية اللازمة.

وقد تضافرت جملة عوامل حالت دون قيام البورصات بمهامها المأمولة محليا وإقليميا؛ الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه البورصات تتمثل في كونها أسواقاً صغيرة الحجم؛ تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول؛ وضعف الفرصة المتاحة للتبوع؛ والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية. كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصات العربية يعترها الضعف؛ وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة؛ بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة. وما زالت البورصات العربية تعاني من تفاوت في مستويات التطور والنمو والأولوية في البرامج والسياسات الاقتصادية العربية، وهذه السمات لا تتيح للبورصات العربية الوصول لمرحلة النضوج والوقوف على قدم المساواة مع البورصات الناضجة في العالم؛ بل وحتى الناشئة منها.

## الهوامش:

1. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1997 ، ص 289 .
2. المرجع نفسه ، ص 689 .
3. هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، 2003 ، ص 184 - 186 .
4. المرجع السابق ، ص 187 - 190 .
5. P.Prissert, **Annalise et dynamique du marché des capitaux** , revue Banque, paris , 1995, p 34 .
6. منير هندي ، رسمية قرياقص ، الأسواق و المؤسسات المالية ، مكتبة الإشعاع ، الإسكندرية ، 1997 ، ص 40 - 41 .
7. المرجع السابق ، ص 36 - 37 .
8. مكاوي نادية أبو فخرة ، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية ، الدار الجامعية المتوسطة ، القاهرة ، 2001 ، ص 92 .
9. عمر صقر، العولة و قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، القاهرة، 2002، ص 106 .
10. خليل الهندي وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية ، لبنان: المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000 ، ج 2: المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، ص 263.
11. المرجع السابق ، ص 266.
12. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان: دار صفاء، 2003، ص 299.
13. خليل الهندي وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سابق، ص 267.
14. المرجع السابق، ص 253.
15. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، سبتمبر 2000، ص 182.
16. المصدر نفسه.
17. سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولة ، القاهرة: مكتبة مدبولي ، 1999 ، ص 128 ، 129 .
18. هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 306.

19. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2000، مرجع سابق، ص181، 182.
20. وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، الملتقى الدولي، سياسات التمويل وأثرها علي الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، بسكرة، 21- 22 نوفمبر 2006م، ص6.
21. سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سابق، ص 130.
22. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2000، مرجع سابق، ص 185.
23. سليمان المنذري، "البورصات العربية...وهن في مرحلة الشباب"، مرجع سابق،
24. [http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml\(11-11-2010\)](http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml(11-11-2010))
25. هوشيار معروف، مرجع سابق، ص308. إياد الأجداد، "البورصات العربية تعاني عجز السياسات الاقتصادية وضعف الثقافة الاستثمارية والمالية"
26. <http://www.alarabiya.net/Articles21/24943>
27. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2004.
28. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، سبتمبر 2009، ص12.
29. علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران، آيتن فتح الدين، التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر، 1974 - 2002"، أوراق صندوق النقد العربي، عدد 9، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، أبريل، 2004: ص21.
30. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2009، ص130 - 134.
31. لا تنطبق مؤشرات الصندوق لأسواق الأوراق المالية العربية الفردية مع المؤشرات الرسمية لأسواق الأوراق المالية المحلية للدول العربية لكون مؤشرات الصندوق عن كل سوق تحتوي على عينة من شركات السوق المعنية وليس جميع الشركات المدرجة في تلك السوق.
32. خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سابق، ص260.
33. صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة، لبنان، دار الوسام للطباعة والنشر، 1998، ص148.
34. سليمان المنذري، البورصات العربية.. وصفة للعلاج،
- <http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article6.shtml>
35. خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سابق، ص261.
36. صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص149.