

## خصائص الأسواق المالية العربية

### وأسياب تدني كفاءتها

أ. / مسموس رضوان \*

#### **Abstract:**

Malgré l'existence depuis plusieurs décennies des marchés financiers arabes, ils restent confrontés à une série d'obstacles sans pouvoir contribuer à l'exécution des programmes de développement, et ce qui les caractérise c'est leur petit volume, peu de possibilité de diversité, et une faible efficacité à cause de l'absence de divulgation et de transparence, l'influence par les rumeurs, inégalité d'obtention des informations, et tout ça est dû à l'absence d'une culture boursière des personnes.

**Les mots clés:** Marchés financiers, Développement des marchés financiers, Efficience des marchés financiers arabes.

#### **ملخص:**

رغم مرور أكثر من عقود على نشأة الأسواق المالية العربية، إلا أنها ما زالت تواجه مجموعة من العراقيل حالت دون تمكنها من القيام بدورها في تنفيذ البرامج التنموية، وأهم ما يميزها هو صغر حجمها، قلة فرص التمويل، ضعف كفاءتها بسبب قلة الإفصاح والشفافية، التأثير الشديد بالإشاعات، وغياب عدالة الحصول على المعلومات، غياب ثقافة بورصية... وهو ما يزيد البحث فيه.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية، كفاءة الأسواق المالية، تفعيل أسواق المال العربية.

## لمقدمة:

يشير سوق المال إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق، حيث تلعب دور الوسيط بين الوحدات الاقتصادية التي لها فائض ولديها الرغبة في استثماره، وبين الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا في تمويل نشاطها وتبحث عن مصدر أو قناة لسد هذا العجز، كما أن الأسواق المالية هي الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول، ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به دول العالم حتى وصلت في عصر عولمة يهدف للوصول إلى سوق عالمي واحد دون حواجز أو قيود جمركية وإدارية.

للنظم الرأسمالية والنظم الاشتراكية أدوات مختلفة لضبط إيقاع النشاط الاقتصادي، فبينما تعتمد الأنظمة الاشتراكية على المخطط المركزي الذي يحدد مجالات الاستثمار وحجم الموارد الموجهة إلى كل مجال، فإن الأمر يختلف في الأنظمة الرأسمالية حيث تحل أسواق المال محل المخطط المركزي، فيفضل تلك الأسواق يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة للاستثمار، غير أن نجاح الأسواق المالية في أداء تلك المهمة مرهون بكفاءتها.

وليس من شك في أن العالم العربي يشهد حاليا تغيرات هيكلية في مجال تطبيق برامج التنمية الاقتصادية، واتجاه نحو تحرير قطاعاتها التجارية الداخلية والخارجية، ودعوة الاستثمارات الخاصة للمشاركة في خططها التنموية، إضافة إلى المرونة في أسعار الصرف والفائدة بما يتماشى مع أوضاع الاقتصاد العالمي، وكذلك تعاظمت الجهود التي تبذل في مجال تطوير الأسواق المالية العربية وإنشاء سوق إقليمية موحدة.

وقد سعت بعض الدول العربية إلى تطوير أسواقها المالية من خلال السماح للمستثمرين الأجانب بدخول تلك الأسواق أو السماح بطرح أوراق مالية غير وطنية في الأسواق المحلية، كما درجت دول أخرى إلى إصدار قوانين تهدف إلى تنظيم عمل سوق الأوراق المالية وتطوير كفاءتها وتحفيز المستثمرين على التعامل في الأوراق المالية ولكن الإشكال الذي يطرح نفسه: ما هي أسباب تدني كفاءة الأسواق المالية العربية؟

## (1) مكانة الأسواق المالية في الاقتصاد:

حتى تتمكن الأسواق المالية في تأدية وظيفتها الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المدخرات) من القطاعات التي تملكها إلى تلك القطاعات التي لديها عجز في الأموال. وتؤدي سوق الأوراق المالية المنظمة (البورصة) بشكل خاص وظائف هامة على مستوى الاقتصاد الوطني والمؤسسات والأفراد، فهو يعتبر المصدر الرئيسي للسيولة لتمويل الاستثمارات<sup>1</sup>.

### (1-1) ماهية السوق المالي:

السوق المالي هي الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول، ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به دول العالم حتى وصلت في عصر عولمة يهدف للوصول إلى سوق عالمي واحد دون حواجز أو قيود جمركية وإدارية<sup>2</sup>.

#### ✦ تعريف السوق المالي:

الأسواق المالية مفهوم قديم جدا تطور بتطور الاقتصاد في جميع أنحاء العالم، ورغم اختلافه من مفكر اقتصادي لآخر، لكن مجموعها يتفق على نفس المفهوم، ويمكن إدراج بعضها:

- السوق المالي هو مكان التقاء عارضي الأموال وطالبيها في الأجل الطويل والمتوسط حيث تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، ولكن نظرا للتطور الهائل في ظروف الاتصال، لا يعد الإطار المكاني شرطا ضروريا لوجود السوق، بل يكفي وجود وسيلة وقنوات اتصال فعالة ما بين المتعاملين لقيام السوق، بحيث تجعل الأسعار السائدة في السوق بالنسبة لأي ورقة مالية متماثلة في كل وحدة زمنية<sup>3</sup>؛
- والسوق المالي هو تجميع كبير لعرضين وطالبيين للأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل، حيث يتوسط العرض والطلب ووسطاء ماليين بواسطتهم تقوم السوق المالية بدور رئيسي في تجميع المدخرات بكافة أشكالها وإعادة استثمارها بطرق مباشرة وغير مباشرة.

كما تعرف السوق المالية بمعناها الواسع على أنها مجموعة من القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار مالي مستمر، وهي على هذا النحو تؤدي دورا بالغ الأهمية في استقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال. ومن الشائع في كثير من الأحيان أن يتحدث البعض عن سوق الأوراق المالية عند استخدام تعبير سوق المال، وليس أدل على ذلك من أن الهيئة التي تتولى بحكم القانون مراقبة كافة المؤسسات العاملة في سوق رأس المال يطلق عليها هيئة سوق المال، ولهذا فمن الأهمية توضيح أن تعبير سوق المال هو التعبير الأوسع، وأن سوق الأوراق المالية هو جزء من سوق المال<sup>4</sup>.

الأسواق المالية أسواق خاصة يتم من خلالها تبادل تلك الأوراق وهي بذلك شأنها شأن أي سلعة أخرى، إلا أنها تعتبر أسواق أكثر تخصصا وكفاءة من الأسواق الأخرى. ويمكن أن نميز الأسواق المحلية وهي التي تتداول فيها الأوراق المالية للمنشآت المحلية أما الأسواق العالمية تتداول فيها الأوراق المالية للمنشآت من دول أجنبية، وتتوسع لوجود مستثمرين أجانب، إذ أصبحت رؤوس الأموال الأجنبية تحتل نصيبا معتبرا من إجمالي رأس المال الثابت في عدد كبيرة من دول العالم<sup>6</sup>.

ويطلق مصطلح السوق المالي بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لأجل قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفرادهم ومؤسساته وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية، يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية.

### ✦ خصائص السوق المالي:

حتى يتصف السوق المالي بالفاعلية القصوى أو الكفاءة العالية، يجب أن تكون فيها الخصائص التالية:

### ✦ تخصيص الموارد:

إن الوظيفة الأساسية للسوق المالي هي تسهيل تخصيص فعال للموارد في كل زمان ومكان بتحويل فائض الأموال ممن لديهم الفائض إلى من يحتاج إلى هذه الموارد وهي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص. وهكذا يمكن أن نعبر عن الفعالية بمدى قدرة السوق علي جذب رؤوس الأموال، أو بالأحرى جذب الاستثمارات وتنشيطها. ومن مؤشرات الفعالية:

- تمكين أصحاب المدخرات الصغيرة من دخول سوق المال وتثمين أموالهم؛
- جذب رؤوس الأموال المحلية، بما فيها بعض الودائع المصرفية؛
- جذب رؤوس الأموال الأجنبية، أو استرجاع جزء من رؤوس الأموال الوطنية الموجودة في الخارج؛
- تكريس ثقافة الاستثمار في المجتمع؛
- المساهمة في توزيع الثروة وتحقيق العدالة بدلا من تكون أداة لتركيز الثروة؛
- تكريس الحرية الاقتصادية وثقافة الشفافية في مجال الأعمال؛
- والمساهمة في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية وفي رفاهية المجتمع بدلا من أن تكون مجالا للمضاربات وأداة لاغتناء فئة قليلة على حساب فئات عريضة من المجتمع.

### ✦ توفير السيولة:

من المعروف أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق كما أنه يمكن لحملة الأسهم إعادتها إلى المؤسسة المصدرة، كذلك بالنسبة للسندات برغم أن لها آجال استحقاق مختلفة، حيث أن السوق في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمر من بيع أوراقه وتحويلها إلى نقدية.

### ✦ توفير المعلومات والاستجابة الفورية لأي أحداث جديدة:

السوق هو أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة وخاصة الأسعار والأحجام وكذا حركة التعامل ولا يقتصر على توفير المعلومات فقط بل يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغييرات أو أحداث وهي تؤثر في أسعار الأسهم، فالمعلومات يجب أن تكون متاحة لجميع الأعوان الاقتصاديين وتكلفة الحصول عليها ميسرة<sup>10</sup>.

### ✦ وانخفاض تكلفة التعاملات:

وهي قدرة السوق على تحويل الأموال والمواد لمن يحتاجون إليها، بأقل من التكلفة التي تنشأ من المعاملات، وهي ما تسمى بتكلفة المعاملات وتضم التكلفة الواسطة المالية، وتكلفة تحويل الورقة المالية لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف إلى درجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة<sup>11</sup>. وكلما كانت الكلفة منخفضة، كلما كان السوق أكثر كفاءة، ونقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية.

### ✦ دور السوق المالي:

للسوق المالي وظائف اقتصادية قد لا تكون واضحة للعديد من الناس ولكنها في واقع الأمر تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع، أي ما بين المدخرين والمنتجين. فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحا، والقطاعات المنتجة بحاجة دائما إلى المصادر المالية التي تساعدها على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية. ويمكن ذكر هذه الوظائف في النقاط التالية:

- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، وتنشيط حالة الاقتصاد الوطني ككل؛
  - من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة؛
  - تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم. إذ تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية؛
  - مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، حيث أن أسعار هذه الأوراق تعتبر مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية؛
  - حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها؛
  - تمهد الطريق أمام السلطات النقدية للمزج بين السياستين المالية والنقدية؛
  - وتعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- مما سبق، يمكن تجزئة دور السوق المالي كما يلي<sup>12</sup>:

#### الدور التجميعي:

أي تجميع المدخرات أو الفوائض المالية وإدخالها ضمن الدائرة الاستثمارية. ويتطلب هذا الدور تنويع الأدوات الاستثمارية بحيث تكون تنافسية بالمقارنة مع فوائد البنوك من جهة، وتستجيب لرغبات مختلف فئات المدخرين، بما فيهم الذين يستتكرون نظام الفوائد أصلا. وهذا التنويع يقتضي بدوره تنويع أدوات الادخار وصيغ الاستثمار، وفي هذا الصدد يتعين تشجيع إنشاء مؤسسات توظيف الأموال

ومؤسسات الاستثمار بمختلف أشكالها كمؤسسات المضاربة وشركات رأس المال المخاطر وشركات التأجير....

#### الدور التمويلي:

وهذا الدور مرتبط بالدور الأول، إذ أن حجم التمويل وآجاله تابعان لحجم الموارد المجمعمة وطبيعتها. وحيث إن التمويل الاستثماري يتطلب موارد مالية كبيرة وذات آجال متوسطة أو طويلة فإنه لا بد لمؤسسات التجميع اعتماد أدوات مالية تفي بهذا الغرض. وهذه هي الميزة التي يتميز بها السوق المالي عن الأسواق النقدية، والتي تمثلها أساسا البنوك التجارية.

#### الدور التخصيصي:

فضلا عن السياسات الاقتصادية والمالية التي تضعها السلطات العمومية بغرض توجيه الأموال إلى قطاعات ومناطق معينة، يؤدي السوق المالي دور المنظم من خلال التوجيه التلقائي للتدفقات النقدية وفقا للمعلومات التي ترصدها وتنشرها حول وضعيات المؤسسات وحركية أسعار الأوراق المالية. وتسعى الهيئات المنظمة للبورصات إلى جعل هذه الأسعار معبرة، وذلك من خلال استبعاد التأثيرات التي قد تشوب هذه الحركية كالإشاعات والتقارير المزيفة.

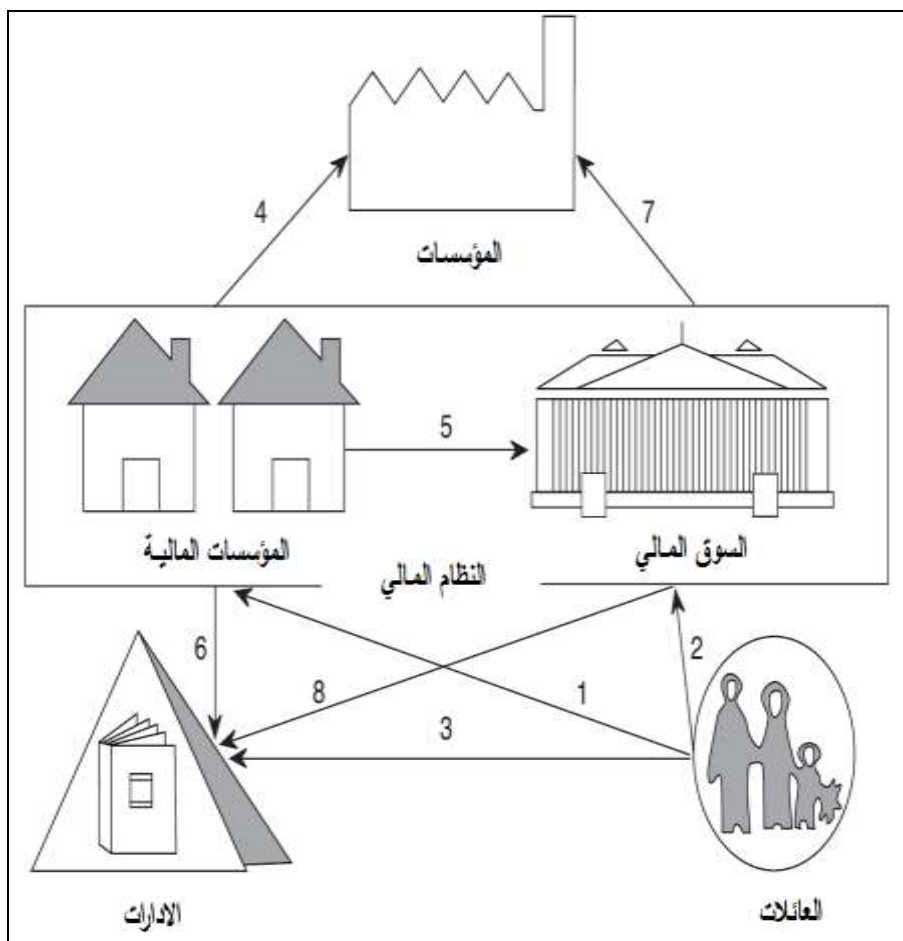
#### والدور الرقابي:

يراقب السوق المالي حركة سوق رؤوس الأموال عموما، والمؤسسات المسجلة في سوق المال خصوصا، وتؤدي هذه الرقابة عدة وظائف: فهي استشارية، حيث يستفيد المستثمرون منها في اتخاذ قراراتهم؛ وتقييمية، حيث تسمح بإعطاء صورة عن أداء المؤسسات، وهو ما يدفعها إلى تحسين أدائها؛ توجيهية، وهو ما أشرنا إليه أنفا في الدور التخصيصي.

### 1-2) موقع السوق المالي ضمن النظام المالي:

يلعب السوق المالي دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال للفوائض التي تتحقق لدى المدخرين بما يفوق احتياجاتهم الاستثمارية. ويبين الشكل الموالي الموقع الذي يشغله السوق المالي من النظام المالي ككل:

الشكل: موقع السوق المالي ضمن النظام المالي



المصدر: JACQUILLAT Bertrand, SOLNIK Bruno & PERIGNON Christophe, «Marchés financiers: Gestion de portefeuille et des risques», ed. Dunod (5<sup>e</sup> édition), Paris, 2009, p. 10.

من خلال الشكل:

هناك تدفقات صافية منطلقة من الأفراد:

- التدفق الـ 1 يمثل رؤوس الأموال الموظفة من العائلات في المؤسسات المالية كودائع تحت الطلب أو ودائع لأجل في المصارف، صناديق الادخار، صناديق الاستثمار، وصناديق الاستثمار الأخرى في شكل عقود التأمين على الحياة والتقاعد؛

- التدفق الـ 2 يمثل الاكتتابات في الأوراق المالية في السوق المالي المعروضة من قبل مؤسسات الاستثمار ذات رأس مال متغير وصناديق الاستثمار الأخرى؛
- والتدفق الـ 3 يمثل ودائع الأفراد في المصالح المالية للبريد وفي الخزينة العمومية في شكل سندات خزينة.
- وهناك تدفقات صافية منطلقة من المؤسسات المالية:
- التدفق الـ 4 يمثل القروض الممنوحة من قبل المؤسسات المالية للمؤسسات؛
- التدفق الـ 5 يمثل الاكتتابات في الأسهم والسندات من قبل المؤسسات المالية المختلفة؛
- التدفق الـ 6 يمثل أساسا سندات الخزينة المكتتبه من قبل المصارف والمؤسسات المالية الأخرى الوسيطة، وكذلك القروض المباشرة الممنوحة للجماعات المحلية خاصة.
- وأخيرا، يلاقي السوق المالي بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال في المدى الطويل من خلال تدفقين:
- التدفق الـ 7 الأهم يمثل إصدارات الأسهم والسندات من قبل المؤسسات العامة والخاصة؛
- والتدفق الـ 8 يمثل تمويل الإدارات بإصدار مختلف السندات في السوق المالي.

### 3-1 كفاءة السوق المالي:

إن السوق الكفاء هو الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، لجميع المستثمرين وفي نفس الوقت.

#### ⊕ تعريف كفاءة السوق المالي:

- في الأدبيات المالية، يمكن تعريف كفاءة السوق المالي وفق صيغ مختلفة ومتعددة، نلخص منها:
- السوق الكفوة هي التي تحقق التخصص الأمثل للموارد، ويتطلب ذلك توافر كفاءة كل من التسعير والتشغيل<sup>13</sup>؛
  - تعني كفاءة السوق أن سعر الورقة المالية المتداولة في تلك السوق في تاريخ معين يعكس المعلومات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومات جديدة عن هذه الورقة ستتعرض وبصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق، وهذا يعني ثلاثة أمور<sup>14</sup>:
    - 1- في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة. أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين هي دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق؛
    - 2- أن المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية، فعلى سبيل المثال فإن سعر الورقة



المالية في يوم 10 من 3 اشهر لا يتأثر كثيرا بمعلومة قد تسلمتها السوق واستوعبتها قبل هذا التاريخ؛

3- وأن المعلومات تصل إلي المتعاملين كافة في وقت واحد وأن قدراتهم على التحليل متقاربة الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة.

تنص النظرية المالية في سوق كفاء، أن هناك العديد من الأدلة على أن جميع الأسواق المالية الرئيسية في العالم تقترب هذه الميزة، فجميع المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية السوق والاقتصاد وغيرها، وتتعكس بسرعة كبيرة في هذه الدورة. وأيضاً، بشكل عام، أسعار الأصول هو قريب جداً من القيمة الجوهرية، أو "القيمة الحقيقية"<sup>15</sup>. وعندما ينعدم الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات التي ترد للسوق عن المؤسسات المصدرة للأسهم، واستجابة السهم للتغير في قيمته وبسرعة، فنقول أنها سوق ذات كفاءة كاملة، أما السوق ذات الكفاءة الاقتصادية، يتوقع أن يكون هناك فاصل زمني مابين توفر المعلومات ووصولها إلى السوق، واستجابة السهم للتغير في قيمته السوقية<sup>16</sup>.

### ✦ أنواع الكفاءة:

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فينقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها<sup>17</sup>، ومفهوم الكفاءة له ثلاث أبعاد أو أنواع وهي<sup>18</sup>:

### ✦ 1- الكفاءة المعلوماتية:

يعد السوق كفوًا إذا كان مجمل المعلومات ملائم لتقييم الأصول المالية والتفاوض عليها، ولا بد من توفر جميع المعلومات في آن واحد للتأثير على سعر الأصل المالي في أية لحظة، فالسوق المعلوماتية الفعالة لها إستلزامات كثيرة للقيام بتسيير المحفظة، ولا يستطيع تحقيق أرباح غير عادية إلا المستثمرين الذين يحوزون على معلومات ممتازة.

### ✦ 2- كفاءة ترتكز على رشادة الممثلين على مستوى السوق:

كفاءة السوق المالي هنا ترتكز على عقلانية جميع الممثلين (مستثمرين، سمسرة ووسطاء) على مستوى السوق المالية، ونعتبرها فعالة إذا كان سعر الأصول يعكس توقعات الدخل المستقبلي للمستثمرين.

### ✦ 3- وكفاءة وظيفية:

تتعلق هذه الكفاءة بالوظائف الاقتصادية الخاصة بالصناعة المالية، حيث تكمن فائدة السوق المالية في أنها تسمح بتوحيد المخاطر وتحويلها للأشخاص الأكثر مقدرة على تحملها، ومن جهة أخرى تحرك الادخار وهذا يسمح لها بالاحتفاظ بسيولتها.

### ✦ متطلبات كفاءة الأسواق الأوراق المالية:

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين وهما<sup>19</sup>:

#### ✦ 1- كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن تكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظر لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته؛

- وقد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث في عدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة.

هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفوة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

#### ✦ 2- وكفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستعجلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

## (2) سبل تفعيل كفاءة الأسواق المالية العربية:

اهتمت الدول العربية على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية نظرا للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية، فنقلت اهتمامها بموضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق وأقامت سوقا خاصة لتداول الأوراق المالية بعد أن هيأت لها شروطا معينة حتى تكفل نجاحها ومع ذلك فإن هذه السوق قد تكون ناجحة وفاعلة، كما يمكن أن تكون هامشية، ويمكن أيضا أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلا من تعبئتها وتأمين كفاءة استخدامها.

تتباين الأسواق المالية العربية من حيث درجة تطورها ونشاطها وتنظيمها، إلا أن ما يلاحظ في الآونة الأخيرة أن أغلبها يتجه نحو التطوير مما سمح بتحسين أداء البعض منها، خاصة بعد إدراك الدول العربية لأهمية هذه السوق، باعتبارها وسيلة لتعبئة المدخرات، وما يمكن أن تلعبه في تكريس عملية التنمية.

## (1-2) وضع الأسواق المالية العربية:

تتسم أسواق الأوراق المالية العربية بضعف سيولتها وهو ما يجعل المستثمرين ينفرون منها، بالإضافة إلى عدم تنظيم مؤسسات الوساطة وأهم ما يعوق أسواق الأوراق المالية العربية هو صغر حجمها والذي يعكس قلة المؤسسات المفيدة فيها وضعف التداول وهذا الأخير راجع إلى ضعف الادخار ومنه قلة أو ضعف الطلب. ورغم التطورات الأخيرة التي شهدتها حركة إصلاح البورصات العربية التي تتضمن إحياء وتنشيط وتنمية أسواق المال لتواكب في نفس الوقت سياسات الخصخصة والتحول نحو القطاع الخاص، ولقد جاء التطوير من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات التي تهدف إلى تحقيق هدفين:

1. تشجيع قيام بيئة اقتصادية واجتماعية ملائمة لنجاح السوق وتطوير كفاءته وتعزيز الثقة وحماية حقوق المستثمرين؛
2. وجعل التعامل بأدوات السوق أكثر جاذبية من جانب المستثمرين لإصدارات جديدة.

## ✦ خصائص الأسواق المالية العربية:

الأسواق المالية هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، أي أن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها (الاستثمارات)<sup>20</sup>. ورغم التطورات العديدة التي شهدتها الأسواق المالية العربية وتفاوت التجارب الخاصة بها، واختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها، إلا أنها تتميز جميعها بخصائص أساسية في كونها نامية مازالت تفتقر إلى عراقة التقاليد.

وأهم خصائص وسمات الأسواق المالية العربية<sup>21</sup>:

- صغر حجم السوق وضيق نطاقه؛
- ارتفاع درجة تركيز التداول؛
- ضعف الفرص المتاحة للتنوع؛
- ضعف السيولة؛
- والتقلبات الشديدة في الأسعار.

#### ✦ وأسباب تدني كفاءة أسواق المال العربية:

مما سبق أشرنا إلى أن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد الإنتاجية المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية<sup>22</sup>، وهذا ما لا يتحقق في أسواق المال العربية وذلك لعدة أسباب نذكر منها:

#### ✦ ضعف الإفصاح والشفافية:

يؤدي ضعف أو تأخر في الإفصاح إلى استفادة أعضاء مجالس إدارات المؤسسات أو الإدارة العليا أو المقررين منهم من هذه المعلومات، في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة سواء بيعة أو شراء، وبالتالي تحقيق مكاسب أو تجنب خسائر على حساب بقية المستثمرين<sup>23</sup>.

#### ✦ غياب عدالة الحصول على المعلومات:

تفرض هيئات الأوراق المالية على المؤسسات المدرجة في الأسواق المالية العربية الإفصاح عن بياناتها كل ثلاث أشهر، لمساعدة المستثمرين على تحديد السعر العادل لأسهمها<sup>24</sup>.

#### ✦ الإشاعات وتسريب المعلومات:

تنشط بورصة الإشاعات في معظم البورصات العربية التي تسبق عادة نشر المعلومات الجوهرية، والهدف منها تأجيج نار المضاربة من اجل تعزيز الطلب على أسهم بعض المؤسسات التي تتميز باهتمام قاعدة كبيرة من المضاربين خاصة صغار المستثمرين، بهدف خلق سعر مصطنع على أسهمها يستفيد منه مروجوا هذه الإشاعات لتحقيق مكاسب سريعة. ورغم الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف السلطات العربية لإرساء أسواق مالية عربية والنهوض بها، ورغم تحسن أداء بعض هذه الأسواق مثل بورصة الأردن، إلا أنها مازالت لم تحتل المكان المناسب أمام أكبر المراكز المالية الدولية أو على الأقل بين أسواق الأوراق المالية الناشئة، وعليه فإن عدد من المعوقات لا تزال تقف أمام تطورها ولعل أبرز هذه المعوقات هو عدم مسايرة القوانين والأنظمة للواقع، كما أنها تنفقر إلى الأطر التنظيمية التي تحكم طريقة عملها وقواعد تنظيم التعامل. كما أن المتعاملين فيها لا تتوفر لديهم الحماية الكافية بالإضافة إلى غياب التشريعات التي تفصل بين الدور الوقائي والدور التنفيذي في هذه الأسواق، كما تنفقر أسواق المال العربية إلى منشط السمعة أو ما يُعرف بـ "صناديق السمعة"<sup>25</sup>.

ومن الأسباب التي تؤدي إلى تدني كفاءة الأسواق المالية تمويل نشاط القطاع الحقيقي من خلال نظام مالي تهيمن عليه المصارف<sup>26</sup>. كما تؤدي سيطرة سيولة المضاربين عادة إلى تراجع كفاءة الأسواق المالية ونضجها وارتفاع مخاطرها بسبب سخونة سيولتهم، أي دخولها إلى الأسواق وخروجها منها بسرعة، ما لا يساهم في استقرار المؤشرات ويرفع مستويات تقلباتها وبالتالي أخطارها<sup>27</sup>. وهذا وقد يؤدي فقدان الثقة في المؤسسات المالية

في وضع الأزمة المالية إلى التأثير المتزايد لفقدان الثقة في السوق بشكل عام، وإلى خلل في السوق. وهذا هو السبب في أن تفرض الحكومات التنظيم والإشراف على القطاع المالي<sup>28</sup>.

## 2-2) تنشيط كفاءة أسواق المال العربية:

من خلال السمات التي تتميز بها الأسواق المالية العربية، وباعتبار العالم اليوم في تغير من جراء عمليات العولمة المتسارعة<sup>29</sup>. فلنجاح الأسواق المالية العربية، يقتضي توفر شروط بعضها موضوعي وبعضها الآخر شكلي<sup>30</sup>:

### 1- الشروط الموضوعية:

- تنظيم الأسواق المالية وتوفير المعلومات المختلفة؛
- إنشاء بورصات داخل الدول تمهيدا لخلق سيولة كافية بتوفير ونشر البيانات والمعلومات عن أسعار الأوراق المدرجة؛
- وجعل الادخار اختياريا وليس إجباريا.

### 2- والشروط الشكلية:

- الوضع أو الموقع الجغرافي ومدى قربه أو بعده عن الأسواق المالية العالمية؛
  - الاهتمام بالمرافق العامة كالمواصلات والاتصالات المختلفة؛
  - وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية ومؤسسات الاستثمار؛
  - ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد؛
  - وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة وعدم وضع رقابة على الصرف؛
  - ووجود نظام ضريبي مرن وغير مغالي في أسعاره.
- ولتحقيق لشروط السالفة الذكر، يجب أن نذكر أن الأسواق المالية العربية غير متجانسة، مما يتطلب الوقوف عن ذلك بواقعية ومنهجية من خلال<sup>31</sup>:
- توحيد أسواق المال الثانوية العربية كخطوة أولى وفتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين، أما الخطوة الثانية فتشمل تنظيم السوق الأولية بما يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال العربية؛
  - السماح بفتح فروع للمصارف العربية في جميع الدول العربية وتشجيع قيام مؤسسات الاستثمار ومؤسسات تطوير السوق الأولية والثانوية التي تتولى الترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة؛
  - إنشاء مركز عربي للمعلومات تكون مهمته تجميع المعلومات والفرص الاستثمارية داخل الدول العربية، وجعلها في متناول رجال الأعمال والمؤسسات الاقتصادية لاتخاذ القرار الصحيح؛
  - العمل الجاد على تعميق الوعي الاستثماري، وبالتالي تعميق أهمية الادخار لدى المواطن العربي؛
  - وضع نظم عربية موحدة لوقف عمليات المضاربة في الأوراق المالية؛
  - ضرورة تحويل المؤسسات العائلية إلى مؤسسات مساهمة عامة الأمر الذي يتيح فرصا أكبر للاستثمار؛
  - ودراسة مشروع إنشاء المؤسسة العربية للتقاص والتسويات بهدف توفير الوسيلة الفعالة لتيسير عقد الصفقات المبرمة بين المتعاملين في الأسواق المالية العربية، وتوفير الآلية اللازمة لتكامل العمل المالي بأسواق المال العربية والربط بينها.

## خاتمة:

المعلوم أن السوق ذات الكفاءة العالية هي السوق التي تتحدد فيها أسعار الأوراق المالية التقدير الجيد لقيمتها الاستثمارية، والسوق ضعيفة الكفاءة هي السوق التي تكون فيها الفروق بين سعر الأوراق المالية وقيمتها الاستثمارية فروقا جوهرية، والمعلومات من حيث توفرها ومستوى جودتها أساس كفاءة الأسواق المالية، والتي تساعد المستثمرين على تقدير السعر المناسب للأوراق المالية، وزيادة الشفافية وتوفير تفاصيل المعلومات للمستثمرين في هذه الأوراق يساهمان في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

من النتائج المتوصل إليها:

- إن كل الاتجاهات المستقبلية وطبقا للمعطيات المتاحة، تشير إلى وجود فرص حقيقية لتحويل الأسواق المالية العربية إلى قوة اقتصادية متطورة وفعالة للدول ضمن الاقتصاد العالمي، في ظل الاهتمام الاقتصادي الدولي المتصاعد؛
- تعاني العديد من أسواق الأسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم المؤسسات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، وعدم التزام عدد كبير من المؤسسات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية، لذا فإن المستثمرون ينتظرون التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المفيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة؛
- وضيق الفرص المتاحة للتوزيع، تتسم جميع البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتوزيع، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول.

وبناء على نتائج التحليل، هناك مجموعة من التوصيات التي يمكن أن تأخذ بها الدول العربية من أجل تطوير أسواقها المالية ورفع من كفاءتها:

- اعتماد المزيد من الإصلاحات الهيكلية الشاملة على الصعيدين الاقتصادي والمالي، بما في ذلك تفعيل دور القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية، وكذا ضرورة تقوية القطاع المالي والمصرفي؛
- تحرير وتطوير الأسواق المالية، وتوفير بنى قانونية ومالية مناسبة؛
- توفير مناخ ملائم لاجتذاب رؤوس الأموال وتبينة المدخرات الوطنية؛
- الحاجة إلى المزيد من الشفافية والإفصاح وتجنب تضارب المصالح والارتقاء بالممارسات المحاسبية المتبعة وإجراءات التدقيق والرقابة الاحترازية، يعزز مصداقية الاقتصاديات العربية، ويساعد السلطات المعنية على التعرف في وقت مبكر على بوادر الأزمات، والتحرك لمواجهتها في الوقت المناسب؛
- وهكذا ينبغي أن تتضافر الجهود وأن يزداد التعاون بين الدول العربية حتى تتوفر لجهودها المشتركة مقومات النجاح في المرحلة المقبلة، ورفع مستوى كفاءة أسواقها المالية.

## الهوامش والمراجع:

- 1 حمدي السقا، «بورصة الأوراق المالية وأهميتها في التنمية الاقتصادية»، دورية إدارة المخاطر، اقتصادية شهرية تعني بيئة الأعمال في سورية والعالم، تصدر عن رئاسة مجلس الوزراء في سورية، العدد 02، ماي 2008، ص 12.
- 2 محسن أحمد الخضيرى، «العولمة: مقدمة في فكر واقتصاد وإدارة للدولة»، ط. مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2000، ص 120.
- 3 طاهر حيدر حردان، «مبادئ الاستثمار»، ط. دار المستقبل، عمان، 1997، ص 29.
- 4 زينب حسن عوض الله، «اقتصاديات النقود والمال»، ط. دار الجامعية، الإسكندرية، 1994، ص 187.
- 5 عنايات النجار و فاء شريف، «دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية»، ط. منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2006، ص 3.
- 6 عرفات تقي الحسيني، «التمويل الدولي»، ط. دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص 68.
- 7 JACQUILLAT Bertrand, SOLNIK Bruno & PERIGNON Christophe, «Marchés financiers: Gestion de portefeuille et des risques», ed. Dunod (5<sup>e</sup> édition), Paris, 2009, p. 1.
- 8 بشار علي حسن هيلات، «كفاءة واستقرار سوق عمان المالي للفترة 1993-2002»، مذكرة ماجستير في كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، 2004، ص 55.
- 9 مقال، «ماهية الاسواق المالية»، مرجع سبق ذكره.
- 10 سام إسماعيل & بساط أخضر، «نحو حوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية: جودة المعلومات المحاسبية مقدمات الحسم حين نبدأ لا عندما ننتهي»، دورية إدارة المخاطر، اقتصادية شهرية تعني بيئة الأعمال في سورية والعالم، تصدر عن رئاسة مجلس الوزراء في سورية، العدد 02 ماي 2008، ص 18.
- 11 مقال، «ماهية الاسواق المالية»، 2009/05/09، <http://www.startimes.com/f.aspx?t=16681073>
- 12 رديم حسين، «دور الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات - حالة البلدان العربية»، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية - إشارة خاصة لحالة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير لجامعة سكيكدة، 09 و10/12/2003.
- 13 حسان خضر، «تحليل الأسواق المالية»، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية يصدرها المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 27، مارس 2004، ص 6.
- 14 مقال، «مفهوم كفاءة السوق»، 2012/11/14، <http://faculty.mu.edu.sa/download.php?fid=84415>
- 15 JACQUILLAT Bertrand, SOLNIK Bruno & PERIGNON Christophe, «Marchés financiers: Gestion de portefeuille et des risques», ed. Dunod (5<sup>e</sup> édition), Paris, 2009, p. 9.
- 16 حمزة محمود الزبيدي، «الاستثمار في الأوراق المالية»، ط. مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 131.
- 17 مفتاح صالح & معارفي فريدة، «متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها»، مجلة الباحث، دورية علمية سنوية تصدرها كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير لجامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 7، 2010، ص 181-194.
- 18 Bertrand JACQUILLAT & Bruno SOLNIK, «Le marché financier et la gestion de portefeuille et des risques», Dunod, Paris, 1997, p. 48.

- 19** عبد الغفار حنفي، «أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات»، ط. الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 191.
- 20** محمد عبده & محمد مصطفى، «تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة»، ط. الدار الجامعية للنشر والطبع والتوزيع، الإسكندرية، 1998، ص 1.
- 21** صلاح الدين حسن السبسي، «تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة»، ط. عالم الكتاب نشر توزيع وطباعة، القاهرة، بدون سنة نشر، ص 59.
- 22** عبد الغفار حنفي، «بورصات الأوراق المالية»، ط. دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 189.
- 23** زياد الدباس « وجهة نظر إقتصادية: تدني كفاية الأسواق المالية العربية بسبب ضعف الإفصاح والشفافية»، 2013/04/20،
- [http://daharchives.alhayat.com/issue\\_archive/Hayat INT/2005/5/15](http://daharchives.alhayat.com/issue_archive/Hayat INT/2005/5/15)
- 24** علي الزكري « 10 دروس من أزمت التصحيحات التي تتعرض لها أسواق المال العربية»، 2013/04/20،
- <http://www.alyaum.com/article/2382986>
- 25** زياد الدباس «وجهة نظر إقتصادية: الإشاعات وتسريب المعلومات آفة الأسواق المالية العربية»، 2013/04/20،
- [http://daharchives.alhayat.com/issue\\_archive/Hayat INT/2006/2/1/](http://daharchives.alhayat.com/issue_archive/Hayat INT/2006/2/1/)
- 26** Mohamed ACHOUCHE & BELAHBIB Razika, «Développement des systèmes financiers des pays du Maghreb (Algérie, Maroc et Tunisie) et financement des PME: Une analyse comparative», In La revue de l'Économie & de Management, Faculté des sciences économiques, commerciales et sciences de gestion, Université A. Belkaid Tlemcen, «Les PME Maghrébines: Facteurs d'intégration régionale», n°09, Octobre 2009,
- <http://fseg.univ-tlemcen.dz/larevue09/mohammed%20achouche+razika%20belhabib.pdf>
- 27** زياد الدباس، «سيطرة المضاربين تخفض كفاءة أسواق المال العربية»، 2013/04/20، العربية نت نقلا عن صحيفة الحياة اللندنية، 2013/04/20
- <http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2013/04/20>
- 28** Collectif (Organisation de Coopération et de Développement Economiques O.C.D.E.), «Concurrence et marchés financiers: Messages clés», ed. O.C.D.E., Paris, 2009, p. 7.
- 29** BRILMAN Jean & HÉRARD JACQUES, «Les meilleures pratiques de management dans le nouveau contexte économique mondial», ed. Eyrolles (Sixième édition), Paris, 2006, p. 9.
- 30** مقال، «ماهية الاسواق المالية»، 2009/05/09،
- <http://www.startimes.com/f.aspx?t=16681073>
- 31** صلاح الدين حسن السبسي، «بورصات الأوراق المالية: الأهمية- الأهداف- السبل- مقترحات النجاح»، ط. عالم الكتاب نشر توزيع وطباعة، القاهرة، 2003، ص 34.