

## واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره

د. نوال بن لكحل

المركز الجامعي تيبازة

Nawel.benlakehal@yahoo.fr

### ملخص:

تتميز اقتصاديات الدول العربية بعدم تحقيق التوازنات الكبرى، فهي اقتصاديات توجهت نحو إنشاء قطاع عام عريض، تميز بضعف أدائه وعدم توصله إلى النتائج التي وُجد من أجلها، مما أثقل تلك الدول من حيث تحمل عبء تمويل هذا القطاع، الأمر الذي دفع بكل البلدان العربية إلى تبني برامج إصلاح شامل، خاصة ما تعلق بالجانب التمويلي لاقتصادياتها شملت التنظيم القانوني والهيكلي في أسواق الأوراق المالية، التي انعكست بشكل إيجابي على نمو رصمة هذه الأسواق وحجم التداول فيها، إلا أنه ورغم ذلك، تبقى دون المستوى المطلوب وتظهر الثغرات متباينة بين الأسواق العربية في شكل معوقات تحول دون تحقيق كفاءتها، لذا من الضروري البحث على سبل وآليات تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية العربية، حجم السوق، الرصمة السوقية، التداول، التركيز

### Summary:

Economies of Arab states are known by their imbalances, are economies directed by a wide public sector, which proved its weakness and its incapacity to face the traced goals, which weighed down these economies in term of financing of this sector, and which pushed the Arab states to adopt large reform programs, especially concerning the methods of financing of their economies, passing by the organization which is both of legislative and structural of the financial markets which resulted positively in the growth of the capitalization of these markets, volume of transaction... etc, but in spite of the made efforts that remains insufficient, therefore it is necessary to analyze the Arab financial markets in the sense to detect the faults in order to improve the effectiveness and to revitalize its performance to reach the required level.

**Key words:** Arab financial markets, capitalization, transaction, concentration.

لم تكن في المنطقة العربية وحتى النصف الثاني من عقد الثمانينات من القرن العشرين، سوى ست بورصات في كل من مصر و المغرب وتونس والكويت والأردن ولبنان، وكانت بورصة بيروت في تلك الفترة معطلة بسبب الحرب الأهلية اللبنانية.

شهدت نهاية عقد الثمانينات قيام بورصة البحرين سنة 1989، وسوق مسقط للأوراق المالية وإنشاء سوق بغداد المالي، وشهدت المملكة العربية السعودية قيام سوق نشط للأسهم.

إلا أن عقد التسعينيات، وهو العقد الأخير من القرن العشرين، قد شهد تطورات هامة باتجاه إنشاء بورصات جديدة، حيث تم إنشاء بورصة الجزائر في 23 ماي 1993، و بنهاية عام 1999 أنشئت كل من بورصة السودان وقطر وفلسطين، ودولة الإمارات العربية المتحدة عام 2000.

من ناحية أخرى، يلاحظ أن البورصات العربية القائمة قبل التسعينيات في مجملها، قد شهدت إصلاحات جوهرية، كما حدث لبورصة القاهرة وبورصة الدار البيضاء وبورصة تونس، وأعيدت الحياة لبورصة بيروت مجددا عام 1995.

### 1-1 الإطار التشريعي والتنظيمي للأسواق المالية العربية

يوجد في أغلب الدول العربية أسواق للأوراق المالية، إلا أنها تتباين من سوق لآخر من حيث درجة التنظيم والتطور، لذلك ارتأينا تقسيم البورصات العربية من حيث درجة تطورها إلى أربع (04) مجموعات كما يلي:

#### 1-1 المجموعة الأولى:

تشمل هذه المجموعة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث تضم كلا من السعودية والبحرين وعمان والكويت والإمارات وقطر. تتميز أسواق المال لهذه الدول بالفوائض المالية والحرية الاقتصادية، كما تعتبر هذه الأسواق من أكثر الأسواق المالية العربية تنظيما.

نذكر من بورصات دول الفائض المالي: نوعين منهما على سبيل المثال لا الحصر:

#### - السوق السعودي للأوراق المالية:

يعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1995 المصدر المنظم لإصدار الأوراق المالية، وفي سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوي الذي كان بموجبه، يتم تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك التجارية، ولقد شهد سوق الأسهم السعودي تطورا كبيرا مرّ بثلاث مراحل أساسية كما يلي:

المرحلة الأولى (من 1954 إلى بداية الثمانينات): حيث بلغ عدد الشركات المساهمة عشر (10) شركات برأسمال قدره 1,7 مليون ريال، وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم، مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية عقد الثمانينات سجّلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.

المرحلة الثانية (من أوائل الثمانينات إلى 2003): تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي، أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدر مرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابية على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشورا يوضح أسلوب تداول الأسهم، وفي عام

1990 بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول وتم تحديثه عام 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول".

المرحلة الثالثة (2003-2005): تأسست هيئة السوق المالي بموجب نظام السوق المالي الصادر في 2003/07/31، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري، تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين والوسطاء، ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية، ومتابعة أوامر التنفيذ وكل ما يتعلق بعمليات البورصة.<sup>1</sup>

#### - سوق الكويت للأوراق المالية:

تم افتتاح أول بورصة كويتية في أوت 1972، أين تم تجميع ما يتم تداوله يوميا، وإصداره في النشرة اليومية التي تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وحجم الصفقات، وتم إصدار سنة 1976 قرارا بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، أين تم الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بـ "سوق الكويت للأوراق المالية" بموجب المرسوم الصادر في 1983/04/18.

#### 1-2) المجموعة الثانية:

تضم الأسواق المالية لخمس دول هي: الأردن ولبنان ومصر والمغرب وتونس. حيث تعتبر هذه الأسواق منظمة لكنها تعاني من عجز مالي، بالرغم من انتهاجها للحرية الاقتصادية.<sup>2</sup>

نذكر نوعين من نماذج بورصات دول العجز المالي على سبيل المثال لا الحصر:

- **بورصة عمان:** دعت الضرورة إلى إنشاء سوق منظم للتداول، مع ازدياد عدد شركات المساهمة العامة ليصل عددها إلى 66 شركة سنة 1978، وتبع ذلك جهود ودراسات عدة، أثمر عنها تأسيس سوق عمان المالي، وتم الإعلان عن افتتاح "بورصة عمان" رسميا بتاريخ 1978/04/01 وصدر قانون عمان المالي سنة 1990، ثم تبعته نصوص ومواد تحكم عمل السوق.

تشتمل عضوية البورصة على مجموعة من الوسطاء الماليين، والهيئة العامة المكونة من أعضاء منتسبين للبورصة بعد تسديد رسوم الاشتراك السنوية فيها، ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي يحدد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها.

- **البورصة المصرية:** هي مؤسسة تضم كل من بورصة القاهرة وبورصة الإسكندرية، وتدار كلتاها من نفس المدراء ويتشاركان في نفس المعاملات التجارية، أي أنهما مؤسسة واحدة لكن في موقعين منفصلين.

مر سوق تداول الأوراق المالية بمصر بأربع مراحل أساسية هي:

المرحلة الأولى: تأسست بورصة الإسكندرية سنة 1883، ثم بورصة القاهرة سنة 1898. وفي عام 1907 احتلت بورصتي القاهرة والإسكندرية المرتبة الخامسة عالمياً من حيث المعاملات وقيمة التداول، حيث بلغ عدد الشركات المتداولة في بورصة القاهرة 228 شركة بإجمالي رأسمال قيمته 91 مليون جنيه مصري، وفي الأربعينيات احتفظت البورصتان مجتمعتان بالمركز الرابع عالمياً.<sup>3</sup>

المرحلة الثانية: عرفت هذه المرحلة تدخل الدولة ضمن النظام الاشتراكي في توزيع الأرباح على المساهمين، وتخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة، مع إشراكهم في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب

كبيرة، مما أثار سلباً على سوق التداول، وأدت إجراءات التأميم سنة 1960 إلى انخفاض حجم التعامل من 626 مليون جنيه سنة 1962 إلى 5.2 مليون جنيه سنة 1972 .  
المرحلة الثالثة: صدر خلال الفترة (1973-1983) مجموعة من القوانين، تهدف في مجملها إلى تنمية سوق المال في مصر، مثل القانون الخاص بالضرائب، تعديلات اللائحة العامة للبورصات، شركات المساهمة.... الخ.  
و خلال الفترة الممتدة من (1983-1991) شهدت بداية انطلاق سوق التداول المصرية، وصدر تعديل اللائحة العامة للبورصات سنة 1986.<sup>4</sup>

المرحلة الرابعة: في مرحلة التسعينيات بدأت الحكومة المصرية برنامجاً لإصلاح الاقتصاد المصري وخصخصة الشركات الخاسرة التابعة للدولة، ما استلزم عودة البورصة المصرية إلى النشاط مجدداً، حيث صدر في هذه المرحلة القانون الخاص بسوق رأس المال سنة 1992 الذي سمح بتنشيط وتنمية السوق، واستحدث أنشطة جديدة تتعلق بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس شركات المقاصة والتسوية في المعاملات المالية، وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها، وفي سنة 1997 صدر قرار بتنظيم سوق التداول، أين تم الربط بين بورصتا الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، من خلال شبكة معلومات إلكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين.<sup>5</sup>

### **1-3) المجموعة الثالثة:**

تشمل هذه المجموعة الأسواق المالية لكل من العراق، سوريا والجزائر وليبيا، حيث أن هذه الدول كانت تعتمد على القطاع العام لتحقيق التنمية الاقتصادية، غير أن التحولات الاقتصادية على المستويين المحلي والدولي أدت بهذه الدول إلى القيام بإصلاحات اقتصادية أعطت للقطاع الخاص دوراً أساسياً في تحقيق التنمية الاقتصادية، والتي نتج عنها قيام أسواق مالية في هذه الدول.

### **1-4) المجموعة الرابعة:**

تضم كلا من جيبوتي والصومال والسودان وموريتانيا واليمن، حيث أن حجم النشاط الاقتصادي لهذه الدول لا يبرر إنشاء أسواق مالية .

### **2- الإصلاحات التي شهدتها الأسواق المالية العربية**

شهدت البورصات العديد من الإصلاحات، التي تبلورت في تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات بهدف تشجيع قيام بيئة اقتصادية واجتماعية ملائمة لنجاح السوق وحماية حقوق المستثمرين وتعزيز الثقة في السوق، و أيضاً جعل التعامل بأدوات السوق أكثر جاذبية من جانب المستثمرين لإصدارات جديدة، كما و اكب التطوير والإصلاح، الأخذ بأحدث التقنيات المستخدمة في البورصات العالمية، وتكريس نظام التداول والتأكيد على الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق، كعنصر أساسي لترشيد القرار الاستثماري للمتعاملين بالأوراق المالية، وقد أسفرت نتائج إصلاحات البورصات العربية عما يلي:

### **2-1) إجراءات على صعيد الأطر التشريعية والتنظيمية :**

يلاحظ أنه هناك تباين واضحاً بين الدول العربية، من حيث درجة تطور وتكامل أسواقها المالية، وقد انعكس ذلك على تباين الأطر التشريعية التي تحكمها وهي:

- التباين الكبير في مستوى تطور التشريعات التي تحكمها، فهناك دول عربية ليس بها أسواق مالية منظمة، وبالتالي فإن التشريعات التي تحكم التعامل في الأوراق المالية لديها تكون مبعثرة، كقوانين الشركات وتشجيع الاستثمارات...، وفي المقابل نجد في دول عربية أخرى التي لديها أسواقا مالية منظمة، تحكمها تشريعات منظمة تتناسب والتطورات الاقتصادية.

- شمولية قوانين الأسواق المالية: يمكن التمييز في هذا المجال بين مجموعتين من أسواق المال العربية: \* مجموعة التشريعات الشاملة: تضم بعض أسواق المال العربية، التي تشمل تشريعاتها ولوائحها الداخلية أحكاما تتعلق بسوق الأوراق المالية، وكذلك أحكاما تفصيلية، تتعلق بشركات المساهمة العامة وشركات التوصية بالأسهم وكذلك زيادة رؤوس أموال الشركات والتمويل والاكتمال العام والسندات.

\* مجموعة التشريعات المحدودة: تشمل معظم أسواق المال العربية المنظمة، حيث يوجد بها قانون خاص، يتعلق بسوق الأوراق المالية، في حين تعالج الأنظمة والقوانين الأخرى (كقانون الشركات)، الأحكام التي تتعلق بشركات المساهمة العامة، ففي الأردن يوجد قانون خاص يتعلق بسوق عمان المالي، وقانون خاص يتعلق بكافة الجوانب التفصيلية المتعلقة بشركات المساهمة العامة من حيث تأسيسها وإدارتها ورأس مالها و تصفيتها.

اتخذت العديد من الدول العربية إجراءات تهدف إلى تطوير الأطر التنظيمية والتشريعية المتعلقة بأسواقها المالية بما يتماشى مع المستجدات والمعايير الدولية، لتنظيم عملها وزيادة كفاءتها وتعزيز الدور الرقابي لها وتنشيط التعامل بها، فقد تناولت هذه الإجراءات القوانين الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية، كقانون الأوراق المالية ولوائحها الداخلية وقانون الشركات، إضافة إلى القوانين والأنظمة الاستثمارية والضريبية المتعلقة بالأوراق المالية من أهمها تعليمات الإفصاح والتداول والإدراج، التي انسجمت في معظمها مع المعايير الدولية<sup>6</sup>.

## 2-2 إجراءات من الناحية التقنية:

أدركت الأسواق المالية العربية أهمية تطبيق أنظمة تداول إلكترونية، بدلا من أنظمة التداول اليدوية، وذلك للارتقاء بهذه الأسواق إلى مصاف الأسواق المالية العالمية المتقدمة. بالإضافة لما توفره أنظمة التداول الإلكترونية من شفافية وكفاءة عالية، تساعد المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من مراقبة عمق السوق.

تمكّنت الأسواق المالية في كل من تونس والمغرب والأردن ولبنان وعمان، من تطبيق نظام التداول الفرنسي NSC UNIX، المطبق في عدد كبير من البورصات العالمية، مثل باريس وأمستردام وبروكسل. في حين قامت كل

من البحرين والإمارات وفلسطين ومصر وقطر والسعودية، بتطبيق نظام التداول الكندي EFA

كذلك قامت أسواق المال العربية بخصوص أنظمة التسوية والمقاصة، بإدخال تطورات تقنية هامة فيها، حيث قامت بعض الأسواق بتطبيق مبدأ الربط المحكم لعمليات التداول والتسوية Tight - coupled الذي يتم من خلاله تمرير الأمر من نظام التداول في البورصة إلى نظام التسجيل في مركز الإيداع، للتأكد من وجود الورقة المالية قبل التنفيذ. من أمثلة البورصات التي طبقت هذا النظام، دبي وأبو ظبي والسعودية. وتطبق معظم الأسواق العربية الأخرى نظام الربط الحر Loose- coupled الذي يتم بموجبه تمرير معلومات الصفقات من نظام التداول في البورصة إلى نظام التسجيل في مركز الإيداع مباشرة بعد تنفيذها، وذلك لتحديث وضع الوسيط خلال التداول ومراقبته في نفس يوم التداول.

بالرغم مما تقدم، فإن العديد من أسواق المال العربية لا زالت لم تحقق مبادئ مجموعة الثلاثين المتعلقة بموضوع التسوية والمقاصة، خاصة تطبيق أهم هذه المبادئ المعروف بمبدأ التسليم مقابل الدفع، هذا بالإضافة إلى بعض المبادئ الهامة الأخرى كاستخدام المعايير الدولية الخاصة بالترقيم DVP.

### 2-3) إجراءات في مجال الوساطة :

قامت العديد من أسواق الأوراق المالية العربية، بوضع تعليمات جديدة تتعلق بأنشطة الوساطة لديها، تهدف من خلالها إلى المحافظة على الملاءة المالية لشركات الوساطة، باعتبار أن سلامة الأوضاع المالية للوسطاء تعتبر من أهم مقومات سلامة التداول في الأسواق المالية، كما تنظم هذه التعليمات نوعية وطبيعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها من قبل الوسطاء وتحدد مؤهلات الأشخاص العاملين لديها وسلوكهم المهني.

حيث نصّت التشريعات الجديدة، على ضرورة أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركات المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، ووضعت مجموعة من الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات، مع إنشاء مؤسسات الخدمات المكتملة في السوق وهي على التحديد شركات المقاصة والحفظ المركزي.

### 2-4) الفصل بين الرقابة و التسيير:

نقصد هنا بالفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد والتداول في البورصة، لأن إعطاء الدور التنفيذي للقطاع الخاص وإعطاء الدور الرقابي والتشريعي للقطاع العام، يعمل على فصل الدورين وبالتالي تفعيل الرقابة، مما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين بسوق الأوراق المالية.

ذهبت بعض البورصات العربية إلى أبعد من ذلك وقامت بمخصصة السوق، فقامت بورصة دبي بالتحويل إلى شركات مساهمة عامة تهدف إلى الربح، حيث قامت بطرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام، وبعد ذلك تم إدراج أسهمها على لوائحها.<sup>7</sup>

### الإفصاح المالي:

لقد أولت الأسواق المالية العربية أهمية كبيرة لنشر المعلومات، بحيث تقوم ببيث معلومات التداول من خلال مواقعها على شبكة الإنترنت، وعبر شركات مزودي المعلومات، وكذا القنوات التلفزيونية والفضائية، والهواتف الخليوية، بالإضافة لإصدار العديد من المنشورات التعريفية والدورية، وهذا بغرض القضاء على محاولات الغش والتلاعب، وتوفير قدر كاف للمتعاملين من المعلومات والبيانات بصورة عامة والمستثمر الفرد بصفة خاصة، حيث تتطلب مقاييس جودة السوق توفير الشفافية ونماذج التقارير المالية التي تلزم الشركات بتقديمها دورياً والإفصاح المالي وتوافر نظم المحاسبة المالية الدولية المتقدمة، كل هذا من شأنه تعزيز الثقة في السوق.<sup>8</sup>

### 2-5) إجراءات في مجال التخصصية:

عملت الحكومات في عديد من الدول العربية منذ بداية التسعينيات، على تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها، بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع جوانب هذه الأسواق، وإدخال العمل فيها بالأساليب والمعايير المتعارف عليها دولياً، من أجل الارتقاء بأدائها وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الاستثمارات الخارجية. فوجود سوق نشط للأوراق المالية، يستند على القواعد التشريعية الضرورية وتتوفر لديه الخدمات المالية المتطورة، يساعد على تحقيق الأهداف النهائية لبرامج التخصصية. من جهة أخرى تشكل التخصصية حافزاً فعالاً لتطوير وإصلاح أسواق

الأوراق المالية، من خلال تعزيزها لحجم العروض من الأسهم وجذبها لاستثمارات الحافظة إلى هذه الأسواق ومن ضمنها استثمارات المغتربين الموجودة حالياً في أسواق مالية أجنبية.<sup>9</sup>

استمرت الأسواق المالية العربية في لعب دور مهم لإنجاح عمليات الخصخصة، التي تقوم بها عدد من الدول العربية، لإعطاء القطاع الخاص دوراً أكبر في النشاط الاقتصادي، فقد كانت هذه الأسواق آلية أساسية في خصخصة عدد من الشركات والمؤسسات العامة، كما هو الحال في مصر، السعودية، تونس، الأردن... كما اتخذت العديد من الدول العربية خطوات تشريعية ومؤسسية لخصخصة قطاعات البنية التحتية، كالاتصالات والمياه من خلال إعادة تنظيم هذه القطاعات عبر مؤسسات وشركات قادرة على طرح أسهما في أسواق الأوراق المالية.<sup>10</sup>

## 2-6) التطورات المؤسسية والتشريعية لجذب المستثمرين الأجانب:

تدرجت التشريعات التي تحكم الاستثمارات الأجنبية في هذه الأسواق. حيث هناك عدد من الأسواق المالية العربية التي تسمح بشكل كبير بدخول الاستثمارات الأجنبية، وهناك بعض الدول التي تضع سقوفاً على الاستثمار الأجنبي وبعضها تسمح لبعض الجنسيات فقط بالاستثمار فيها من خلال صناديق الاستثمار المشترك.<sup>11</sup> يمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين، تضم الأولى منها، الدول التي لا تفرض أية قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية، وتشمل مصر والمغرب ولبنان و الأردن. أما المجموعة الثانية، فتشمل الدول التي تفرض قيوداً بنسب متفاوتة على الاستثمار الأجنبي، وهي تونس ودول مجلس الخليج العربي.<sup>12</sup>

شهد تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول العربية تطوراً ملحوظاً خلال الفترة (1995-2001)، حيث ارتفع مجموعها من 0.25 مليار دولار عام 1995 إلى 6.03 مليار دولار عام 2001، وقد بلغ ذروته عام 1998 ليصل إلى 8.46 مليار دولار. ويلاحظ أن أعلى نسبة للاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية من إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم، بلغت نحو 1.5% خلال عام 1997، وظلت تتأرجح حول 1% في الأعوام 1996، 1998، 2001، وبلغ متوسط هذه النسبة خلال الفترة حوالي 0.65%. كما بلغ متوسط نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية خلال نفس الفترة حوالي 0.7%.<sup>13</sup>

## 2-7) إجراءات التعاون المشترك بين الأسواق المالية العربية:

أقدمت العديد من الأسواق المالية العربية على عقد اتفاقيات تهدف إلى زيادة التعاون، خاصة في المجالات المتعلقة بعمليات إصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات، مما يؤدي إلى تبادل الخبرات والاستفادة من البرامج التدريبية المتخصصة وإتاحة الفرصة للاستفادة من أحدث التطورات السريعة، حيث تم الاتفاق بين الدول العربية على إنشاء شبكة معلومات لأسواق المال عبر شبكة الانترنت، لأن تجريب الربط بين البورصات كشفت النقاب عن أن ضعف حجم التعاملات المتبادلة يعود إلى ضعف المعلومات المتوافرة للمستثمرين عن البورصات في الدول العربية، ويتم من خلال هذه الشبكة توحيد قاعدة المعلومات والبيانات وسرعة نقل المعلومات، ليوفر للمتعاملين في الأوراق المالية في مختلف الدول العربية إمكانية متابعة التعاملات في أي بورصة عربية في التوقيت نفسه، وقد بدأت هذه الشبكة عملها في نوفمبر 2001. توفر هذه الشبكة المعلومات الحية للمستثمرين والمهتمين بالأسواق المالية العربية، مثل أسعار التداول والمعلومات الخاصة بالأسواق المالية العربية والشركات المدرجة بها، بالإضافة إلى الأخبار والتقارير الاقتصادية المختلفة.

## 3 - الخصائص الأساسية المشتركة بين أسواق المال العربية

تتميز الأسواق المالية العربية بمجموعة من الخصائص الأساسية بالرغم من وجود بعض الاختلافات في طبيعة تركيب ودرجة تطور هذه الأسواق. وعلى العموم يمكن تقديم أهم الخصائص في أسواق المال العربية فيما يلي:

### 3-1) 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 (سنة 2011)، 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.

تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهام حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، باستثناء سوق الكويت والبحرين اللتان ترتفع فيهما نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي. أما في جانب الطلب، فيلاحظ أن أحد أهم أسباب ضعفه هو ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق، ففي الأسواق المتقدمة تستحوذ المؤسسات على 60% من حجم التعامل مقابل 40% للأفراد، وهذه الصورة تبدو معكوسة في السوق المصرية مثلاً، حيث يستحوذ الأفراد على 80% تقريباً، بينما تستحوذ المؤسسات على 20%. ويعتقد الخبراء المختصون في تحليل أسواق الأوراق المالية، أن حجم السوق وصغر حجم متوسط رأس المال السوقي تترتب عنه زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.

### 3-2) ارتفاع درجة تركيز التداول:

يقصد بما نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، ومدى تأثير أكبر عشر شركات في تحديد الرسمة البورصية للسوق، حيث تعاني كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لهما ارتفاع درجة التركيز هما:<sup>14</sup>

الأول: احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهام الشركات الواعدة؛

الثاني: انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سيما أسهم شركات القطاع العام.<sup>15</sup>

#### جدول رقم (1): نسبة تركيز عشر شركات عربية (%)

الدولة	تركيز الأسواق سنة 2000
الأردن	72
مصر	8.74
المغرب	70.4
السعودية	77.3
عمان	45
الكويت	54.5

المصدر: النشرات الإحصائية لعدد من البورصات العربية.

### 3-3) ضعف الفرص المتاحة للتنويع:



تتسم جميع البورصات العربية . شأنا في ذلك شأن البورصات الصغيرة . بضعف الفرص المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم الهاتف المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول.<sup>16</sup>

يبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية، مثل: قطاع المطاحن، وقطاع الاسمنت، ومع ذلك تلعب الشائعات دورا ما، حيث يتركز التعامل على سهمين أو ثلاث في البورصة.<sup>17</sup>

وفيما يتعلق بالأدوات المالية المتداولة، فعلى الرغم من دخول بعض الأدوات المالية الجديدة إلى الأسواق العربية مثل وحدات الاستثمار Rights, Investment Units، وحقوق الاكتتاب Warrants، إلا أن التداول في معظم الدول يقتصر على الأسهم والسندات، مع ضعف واضح في سوق السندات، سواء من حيث الإصدارات الأولية أو أهميتها النسبية بالنسبة لأسواق رأس المال العربية أو من حيث أحجام تداولها. ولعل أهم العوامل المسببة لهذا الضعف وجود معوقات تشريعية لدى عدد من الدول العربية، تحول دون إمكانية أخذ هذه الأدوات دورها التمويلي، بالإضافة إلى عوامل ترتبط بالسياسات المالية والنقدية وعدم اكتمال البنية التحتية لإصدار السندات، بما في ذلك افتقار عدد من الدول العربية لوكالات التقييم. نجد إضافة إلى ذلك أن المستثمرين الرئيسيين في سوق السندات هم البنوك والمؤسسات المالية الكبيرة، التي تكتسب في السندات أو تشتريها للاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق، بهدف جني الفوائد الدورية منها، وتلعب الثقافة الاستثمارية والدينية دورا هاما في هذا المجال، بينما نجد في الأسواق المالية العالمية حجم التداول في السندات يفوق في بعض الأحيان حجم التداول في سوق الأسهم.<sup>18</sup>

### 3-4) ضعف السيولة:

تميز الأسواق التي تتمتع بسيولة عالية بالقدرة على تخصيص رأس المال، وهذا يعني إمكانية البيع والشراء بسهولة وبتكاليف زهيدة. يمكن قياس نسبة السيولة باحتساب مجموع قيمة التداول للنتائج المحلي الإجمالي.<sup>19</sup>

يتطلب تحسين سيولة السوق إتباع إستراتيجيات تستهدف خفض فترة تسوية الصفقات، فضلا عن تشجيع إنشاء صناديق استثمار، ودرجة السوق تمثل حدين باعتبارها محفزة للمستثمرين المحليين والأجانب عند ارتفاعها ومن جهة أخرى تخلق بيئة مشبعة على التداول قصير الأجل وتزيد من نشاط المضاربين.<sup>20</sup>

### 3-5) التقلبات الشديدة في الأسعار:

يعرف التذبذب بأنه التغيرات التي تحدث على مستوى العوائد في سوق الأوراق المالية، والنتائج أساسا عن المعلومات الجديدة. تتميز الأسواق العربية بشدة التذبذب وعدم فعالية الأسعار، مما يعني مدى استيعاب المعلومات الجديدة في السوق<sup>21</sup>، وأيضا لاعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض، وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية. علما بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق العربية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منه.<sup>22</sup>

يتراوح الهامش المسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة، في معظم البورصات العربية (بين 7 و 10%) وتتردد بعض المقترحات لرفع هذا المستوى إلى 20 %، ولكن الأخذ بهذا المقترح من شأنه أن يزيد من

هامش التقلبات في الأسعار؛ فكلما كان التقلب السعري في حدود ضيقة، كلما كان ذلك مؤشرا على تطور كبير في السوق.<sup>23</sup>

#### 4- أداء الأسواق المالية العربية

دأبت الدول العربية على إنشاء وتطوير البورصات، نظرا لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة، في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم هذه الدول منذ منتصف السبعينيات. ورغم هذا التعدد والانتشار النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية وكذلك الاهتمام المتزايد بتنشيطها، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الأمر في الدول الصناعية الرئيسية، أو حتى مثلما هو الحال في الدول حديثة التصنيع.

#### الجدول رقم (2): تطور أداء الأسواق المالية العربية من خلال العشرية 2001-2011

التركيز	عدد الشركات المدرجة		أحجام التداول الشهري (مليون دولار أمريكي)		الحجم النسبي		رسملة السوق (مليون دولار أمريكي)		
	2011	2001	2011	2001	2011	2001	2011	2001	
2001	2011	2001	2011	2001	2011	2001	2011	2001	
45	247	163	181.6	114.95	2.93	3.78	25989	3201.77	عمان
49.8	49	41	9.6	15.73	1.86	4.24	16534	6384.23	البحرين
77.3	150	76	41436	2840.07	38.64	46.19	338873	69620.9	السعودية
54.4	216	86	2188	1271.06	9.84	17.70	86295	26682.5	الكويت
65.4	25	13	30078	1.83	1.16	0.74	10291	1120.38	لبنان
28.7	214	1071	2281	706.36	6.43	17.60	57158	26528.17	مصر

المصدر: إعداد الباحثة انطلاقا من عدة نشرات فصلية لصندوق النقد العربي

يظهر الجدول أعلاه التطورات الحاصلة لبعض المعطيات والمؤشرات المالية لأداء بعض الأسواق المالية العربية خلال عشر سنوات (2001-2011) من خلال عدة مؤشرات والتي تتمثل في:

#### 4-1) عدد الشركات المدرجة:

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاقها، وانخفاض حجمها النسبي الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، حيث يقدر عدد الشركات في الأسواق المسجلة بقاعدة صندوق النقد العربي لسنة 2011 بـ 1460 شركة، بحيث تم تسجيل أكبر عدد للشركات المدرجة لسوق عمان (274 شركة)، سوق الكويت (216 شركة)، سوق السعودية (150 شركة) والهيفة العامة لتداول الأوراق المالية بمصر (214 شركة) و بورصة الدار البيضاء (76 شركة)، أما باقي الأسواق العربية كلها تنشط بعدد شركات أقل من 70 شركة. غير أنه ما هو مثير للانتباه، هو تناقص عدد الشركات المدرجة على مستوى السوق المالي المصري خلال الفترة بنسبة تفوق 80% نتيجة لحملة من التنشيطات للمؤسسات المقيدة والتي لم تعد تستجيب لشروط التقييد حسب المعايير الجديدة.

يذكر أن عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية في نهاية 2001 بلغ 1674 شركة، حيث يوجد وفي سوق المال المصري وحده 1071 شركة، أو نحو 64% من جملة عدد الشركات المسجلة في الأسواق العربية، لكن لا تتعدى مساهمة السوق المصرية في القيمة السوقية لأسهم الشركات العربية نحو 19%، مما يوحي بصغر حجم الشركات المصرية في المتوسط والتي بلغت 26.7 مليون دولار أميركي في نهاية الفترة.<sup>24</sup>

يعد بلوغ عدد الشركات المصرية المقيدة هذا العدد، والذي يفوق الألف شركة، كطفرة مقارنة بعدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية الأخرى، ويرجع السبب أساساً إلى وجود إعفاء ضريبي، حيث نجد في واقع التداول أن الشركات المتداول عليها يوميا يقدر عددها من 170 إلى 180 شركة.

لذلك شهدت السنوات الماضية شطب ما يقرب من 738 شركة من بورصة القاهرة، من بينها 480 شركة تم شطبها إجبارياً لمخالفتها قواعد الإفصاح والشفافية والقيود و258 شركة طلبت شطبها اختيارياً.

في المقابل عرفت أسواق المال العربية الأخرى في مجملها ارتفاع رصيد الشركات المقيدة، إضافة إلى فتح أسواق مالية عربية جديدة (لبنان، سوريا)، حيث عرفت بعض الأسواق ارتفاعاً مهماً في عدد الشركات المدرجة كسوق عمان، سوق السعودية الذي فاقت نسبة تطوره للفترة 160%. حيث بعد استثناء السوق المصري من الدراسة نجد تطور السوق المالي العربي من حيث عدد الشركات المقيدة بـ 100.66% (603 شركة في سنة 2001 و 1246 شركة سنة 2011).

#### 4-2) الرسملة السوقية

يرجع تضاعف قيم الرسملة البورصية نتيجة بالدرجة الأولى إلى ارتفاع عدد الشركات المسعرة على مستوى الأسواق المالية العربية، أين تضاعفت في السعودية سنة 2011 بأربع مرات عن قيمتها سنة 2001، وسجلت في لبنان، نتيجة لتحسن الأوضاع ارتفاع رسملة السوق لنفس الفترة بنسبة 800%، وقدّر إجمالي الرسملة البورصية خلال الربع الأخير من سنة 2011 بـ 876 مليار دولار، أي بانخفاض بنسبة 12% مقارنة بسنة 2010، بينما بلغ متوسط القيمة السوقية للسوق السعودي نحو 339 مليار دولار أميركي في الربع الأخير من سنة 2011، (39% من الرسملة السوقية العربية)، بينما قدّرت قيمتها في سوق الدوحة بـ 125 مليار دولار، في حين بلغت قيمتها في السوق الكويتي نحو 86 مليار دولار أميركي خلال نفس الفترة، ويعرف الحجم النسبي الذي يمثل النسبة المئوية لكل من الأسواق المالية العربية من إجمالي القيمة السوقية اضمحلالاً سنة 2011 مقارنة بالسنة 2001، أين كانت هيمنة كل من السعودية التي قدّرت رسملتها بـ 46% من مجموع الرسملة السوقية العربية، ثم الكويت ومصر كلاهما بـ 17% وباقي الدول تتقاسم نسبة الرسملة 20%، في حين تبقى الرسملة السعودية تمثل أكبر حصة في الرسملة العربية بنسبة 39% سنة 2011، تليها بورصة قطر بنسبة 14.32%، بينما لا تتعدى حصص باقي الأسواق 10%.

#### 4-3) التركيز:

يطغى على الأسواق المالية العربية، وخاصة نتيجة لعدد الشركات المدرجة، التركيز من حيث سيطرة الشركات الكبرى على الرسملة السوقية، بحيث كل الأسواق تسيطر العشر أكبر شركات فيها على نسبة أعلى من 50% مع سيطرة القطاع المالي على مستوى هذه الأسواق.

تشكل المصارف القطاع الأكبر في الترتيب العام، وتستأثر بأكثر من 22% من مجموع عدد الشركات. وإذا أضفنا إليها الشركات المالية تصبح النسبة 40%، ومن حيث القيمة أيضاً يشكل القطاع المصرفي 32.6% من

المجموع ومع الشركات المالية تصبح النسبة 38.4 % ، وهو ما يشكّل تركيزاً كبيراً نسبة إلى باقي القطاعات الأخرى، علماً بأن هذا التركيز تراجع عما كان عليه عام 2008 لصالح قطاعي البتر وكيميائيات والاتصالات، بسبب النمو المحدود للقطاع المصرفي والتراجع الفعلي في القيمة الرسمية للشركات المالية، في مقابل تحسن الرسملة السوقية لقطاعي البتر وكيميائيات والاتصالات في العام 2009.

يلاحظ من خلال الجدول استثناء نسبة التركيز لسوق الأوراق المالية المصري بنسبة 28.7 %، وهذا يرجع إلى العدد الكبير للشركات المقيدة في تلك الفترة، إذ يعد التركيز في السوق المصري، وبعد عمليات الشطب للشركات غير الملتزمة بقواعد السوق، إلى نسبة 67 % سنة 2011.

#### 4-4) السيولة: قمنا بدراسة السيولة من خلال ما يلي:

- مؤشر معدل الدوران: تتصف الأسواق المالية العربية بضعف سيولتها، حيث سجّل معدل دوران الأسهم انخفاضاً كبيراً في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه، ليصل إلى 16.5% مقارنة بنحو 31.3% . في حين أن أعلى نسبة معدل الدوران خلال الفترة 1994-2003 بلغت نحو 43.9 % عام 1997. بينما أكبر نسبة لمعدل الدوران سنة 2011 لسوق الأسهم السعودي الذي بلغت نسبته 25.4 % يليه سوق المال بمصر بنسبة 9.5 % ثم سوق الخرطوم بنسبة 8.6 % والكويت 8.4 %، ما عدا ذلك لا تتعدى نسبة معدل الدوران في الأسواق العربية الأخرى 4 %.

- قيمة الأسهم المتداولة: يعد سوق المال السعودي الأكثر سيولة بالقياس المطلق، أي بقيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الأخير من عام 2011، إذ بلغت قيمة الأسهم المتداولة فيه نحو 31 مليار دولار أميركي، أو ما نسبته 76% من قيمة التداول في الأسواق العربية التي بلغت 41.5 مليار دولار أميركي، تلاه السوق القطري بنحو 7.8% ( 3.2 مليار دولار أميركي) ثم السوق المغربي والسوق الكويتي بنحو 4 % (أو 1.6 مليار دولار أميركي) لكل منهما.

- نسبة الأسهم المتبادلة من الناتج المحلي الإجمالي: أما المؤشر الآخر لقياس سيولة السوق، فيعتمد بالدرجة الأولى على حساب قيمة الأسهم المتداولة كقيمة من الناتج المحلي الإجمالي، بحيث يكمل هذا المؤشر مؤشر الأسهم المتداولة ليعين مدى نشاط السوق وحيويته. فيما يخص التداول في الأسواق العربية في نهاية سنة 2011 بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي لتلك الدول كان كما يلي: بلغت أكبر نسبة للسوق السعودي بنسبة 50.8 %، يليه سوق المال القطري بنسبة 13.4 %، ثم السوق الكويتي 12.1 % والسوق المصري بنسبة 9.6 %.<sup>25</sup>

#### 4-5) ترتيب الأسواق المالية العربية (الربع الرابع 2011):

حتى يتسنى لنا ترتيب الأسواق المالية العربية، أخذنا معيارين هما عدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية المأخوذتين في احتساب مؤشر صندوق النقد العربي.<sup>26</sup>

#### الجدول رقم (3): أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي 2011

الترتيب	السوق	عدد الشركات المدرجة في المؤشر	القيمة السوقية (مليون دولار)	الوزن في المركب
1	السعودية	79	285330.074	45.11
2	قطر	34	81801.659	12.93

8.42	53268.683	87	الكويت	3
8.13	51411.983	38	أبوظبي	4
7.42	46903.027	42	المغرب	5
5.20	32914.574	26	دبي	6
3.80	24062.332	76	مصر	7
2.90	18372.058	69	الأردن	8
2.32	14669.883	112	عمان	9
1.16	7345.949	24	البحرين	10
0.98	6222.984	36	تونس	11
0.87	5509.068	11	لبنان	12
0.30	1872.215	21	سوق الخرطوم	13
0.25	1561.177	21	سوق فلسطين	14
0.18	1139.662	13	سورية	15
0.02	135.196	2	الجزائر	16

المصدر: النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الرابع 2011، ص 115

يتبين من خلال المعطيات المستخلصة من الجدول أعلاه، التفاوت الكبير بين الأسواق المالية العربية، حيث يتصدر السوق السعودي بمسافة كبيرة الأسواق المالية العربية الأخرى، بحيث تكون نسبة الرملة فيه تساوي تقريبا مجموع الرملة لباقي الأسواق العربية، علما أن سوق المال السعودي يحتل المرتبة 25 عالميا من حيث الرملة البورصية.

#### 5- معوقات وتحديات أسواق المال العربية

تشهد الأسواق المالية في الدول العربية عموما مجموعة من العوائق، التي تحول بينها وبين ارتقائها إلى أسواق متطورة أو حتى ناشئة، وفي المقابل تواجه هذه الأسواق تحديات لتخطي العراقيل، كي تتمكن من لعب الدور المنوط بها.

#### 5-1 معوقات الأسواق المالية العربية:

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية العربية، تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواقا نامية، ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وتواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة، تتمثل أهم تلك المعوقات في النقاط التالية:

معوقات تشريعية: تعاني معظم الأسواق المالية العربية من قصور في التشريعات التي تحكم نشاطها، خاصة فيما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين، فمن الأسواق التي لم تشهد أبدا صدور قوانين تأديبية تخص المخالفات والصفات المشبوهة، وبعض الأسواق العربية تفتقر إلى آلية الرقابة وضبط الممارسات غير الشرعية وبالتالي لا تشهد عقوبات بشكل قاطع للسلوكيات المخالفة لنظام السوق.<sup>27</sup>

كذلك عدم قدرة بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية . والتي تم إعدادها في مراحل سابقة دون إعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط . على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.

**- معوقات تنظيمية:** تظهر من خلال غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا، فهي مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها، كذلك غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية، والحفظ والإيداع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة، مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار، وافتقار الأسواق العربية إلى شركات الترويج و ضمان الاكتتاب.

أيضا مما هو جدير بالذكر، عدم إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية بين الأسواق، وفرض بعضها قيودا على الاستثمار الأجنبي، إضافة إلى وجود تباين كبير في قواعد إصدار القيم المنقولة، وكذا إدراجها، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولي والثانوي، وهو ما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها ويضيق نطاقها.<sup>28</sup>

**- المعوقات الهيكلية:** من خلال تأخر برامج الخوصصة في البلدان العربية، إضافة إلى عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني، وعدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

**- محدودية الأدوات المالية:** تعاني الأسواق المالية العربية من ضآلة حجم وعدد الإصدارات، بما يحرم السوق من تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها، ويرجع ذلك أساسا إلى النقاط التالية:<sup>29</sup>

• صغر حجم الأوراق المالية المعروضة في السوق نتيجة تباطؤ برامج الخصخصة، واعتماد الحكومة بدرجة كبيرة على سوق النقد في تمويل احتياجاتها المالية.

• قصور نظام المعلومات الذي يفتقد في كثير من الأحيان إلى الوضوح والتبسيط، مما يجعله غير مفيد

خصوصا لصغار المدخرين والمستثمرين .

• الافتقار إلى المؤسسات صانعة السوق المتمثلة في بنوك الاستثمار، التي توكل إليها مهمة صناعة الأسواق، لما تملكه من خبرات وقدرات مالية وبشرية، القادرة على إنشاء المشاريع و تسعير إصدارها و ضمان الترويج لعمليات الاكتتاب فيها.

• ضآلة وجهود المحافظ المالية لدى بعض البنوك، التي تعتبر من أهم المؤسسات المالية التي يمكن أن تلعب دوراً رئيسياً في تنشيط سوق الأوراق المالية، من خلال ما يمكن أن توظفه من أموال في الأوراق المالية بالسوق الأولي، إلى جانب تنشيطها لعملية التداول من خلال ما يمكن أن تطرحه هذه البنوك مما يجوزها من أوراق مالية بالسوق الثانوي.<sup>30</sup>

**الخاتمة:**

وفرت الأسواق المالية العربية اليوم الأموال للمؤسسات وخلصتها من عبء المديونية، وسمح ذلك بتخفيض التكلفة وتنوع المخاطر، وأفرزت نوعين من المؤسسات الاقتصادية إحداها مرحة والأخرى غير مرحة. مما يعني التفاوت على مستوى الأسواق نفسها في مستوى ظروف الحماية للمستثمر وبخاصة المستثمرين الأجانب، والذين غالبا ما تكبلهم قيود عديدة كالضريبة والشفافية والإفصاح.

كما بيّن الواقع التطور المشهود في بعض من الأسواق المالية العربية كسوق عمان ولبنان والكويت، في حين توجد أسواق مالية عربية أخرى تعاني من عدم إمكانية تطورها ولعب دورها في تمويل الاقتصاد. والنتيجة التي يمكن أن نخلص إليها هي صعوبة الحكم على فعالية وكفاءة الأسواق من عدمه هو ما يميز أسواقنا.

إن أهم ما يميز الأسواق المالية الأكثر تطوراً وعالية الكفاءة، هو السيولة والتداولات العالية، واستجابة السوق للمعلومات الجديدة، وسعة السوق المعترية، المعلومات المتوفرة بشكل واسع وبإفصاح عالٍ. وأن ما يعيق الأسواق العربية هو انتفاء بعض أو أغلب هذه المؤشرات، مع عدم وجود لوائح وتنظيمات تشريعية مناسبة، وعدم وجود هيئات الرقابة المستقلة، يضاف إلى ذلك إجحام أصحاب الشركات عن توسيع ملكيتهم واستثماراتهم مما يكرس ديمومة التمويل التقليدي.

من المهم التأكيد أن الأسواق المالية العربية قد خطت خطوات واسعة بشأن تطويرها من الناحيتين التشريعية والمؤسسية، وحتى في مجالات الإفصاح و الشفافية. إلا أن ذلك التطور لا زال بحاجة إلى مزيد من الدعم من مختلف الجهات، لتمكين الأسواق المالية من القيام بدورها الهام والحيوي في زيادة الادخار والاستثمار وتعزيز النمو الاقتصادي، حيث لا يمكن لهذه الأسواق القيام بدورها المطلوب بدون استكمال بنيتها التحتية، سواء من النواحي التشريعية أو المؤسسية أو التقنية أو من حيث تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها.

تمثل أسواق الأوراق المالية بالدول العربية أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال خلق السيولة النقدية اللازمة للاستثمار والتنمية، بالشكل الذي يجعل أسواق رأس المال أكثر جاذبية للمستثمرين في الحصول على التمويل طويل الأجل، من خلال الإقبال على اقتناء الأصول المالية، مع وجود إمكانية تحويلها إلى سيولة مطلقة بسرعة ويسر، أو إعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية بما يحقق أكبر عائد منها، الأمر الذي يعزز آفاق النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

#### النتائج:

- 1- هناك تفاوت كبير في أداء الأسواق المالية العربية، فرغم أن نشأة بعض البورصات منها يعود على عهد قدم مثل بورصة مصر (1883)، بيروت (1920) وبورصة الدار البيضاء (1929) إلا أنها لا تزال تعاني من الركود؛
- 2- أغلب التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترات زمنية أخرى هي المرحلة الثانية، خاصة بالإنشاء، دون أن يوافق ذلك إعادة نظر في التشريعات التي تم إعدادها في المرحلة السابقة، وهذا لا يتماشى مع التطورات والتغيرات الاقتصادية الطارئة على المستوى المحلي أو الدولي.
- 3- تتميز جميع البورصات العربية بضيق الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنوع، وهذه السمة المشتركة تصنع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي.
- 4- نلاحظ تركيز الاستثمار مع سيطرة قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول.
- 5 - تتميز الأسواق المالية العربية بضعف السيولة الناتجة عن انخفاض عدد العمليات المبرمة يومياً، وعدد أيام التداول في السنة.
- 6- يتبين فيما يتعلق بالإفصاح عدم التزام الشركات بنشر المعلومات في حينها، وعدم تطبيق عقوبات للممارسات غير الشرعية.

بناء على نتائج التحليل، هناك مجموعة من التوصيات التي يمكن أن نأخذ بها.

#### التوصيات:

- 1- على الرغم من التطورات المشهودة في التشريعات والأنظمة التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات الأخيرة، إلا أنها ما زالت تعاني من مجموعة من النقص التي يجب تخطيها من خلال:
  - استكمال الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق المال العربية، ومراجعة التشريعات القائمة والتركيز على سن قوانين مرنة تسمح باستيعاب التطورات المتوقعة والمحتملة، وتكون قادرة على التكيف مع المستجدات، كما تكون قادرة على تسهيل التعامل وتوفير الحماية للمتدخلين.
  - الفصل بين دور التسيير ودور الرقابة، من خلال تحويل بورصات الأوراق المالية ومراكز إيداع الأوراق المالية إلى القطاع الخاص. استكمال إنشاء مؤسسات للتسوية والمقاصة في الأسواق التي لا توجد فيها هذه المؤسسات.
  - نشر الوعي الاستثماري، ونشر المعلومات باستخدام شتى أنواع وسائل الإعلام المتاحة، من أجل زرع التوعية بدور الأسواق المالية في تمويل الاقتصاد الوطني، مع التركيز على موضوع الشفافية والإفصاح.
- 2- تعزيز الشفافية و الإفصاح، وذلك عن طريق النشر الفوري بشكل شامل وعادل لجميع المعلومات التي من شأنها التأثير على تسعيرة ورقة معينة، مع إنشاء مؤسسات مالية متخصصة في تحليل البيانات و نشرها.
- 3- فرض عقوبات صارمة على المتعاملين داخل السوق في حالة الإخلال وعدم الالتزام بتنظيم السوق.
- 4- زيادة عمق وسيولة السوق، من خلال تخفيف الشركات على إدراج أسهمها، وذلك باعتماد حملة تثقيفية واسعة وإبراز مزايا التمويل عن طريق السوق المالي، وتنشيط سوق السندات في من خلال إبراز مزايا القرض السندي وأهمية التعامل بهذه الأداة المالية. وبالمقابل نشر التوعية الفردية وغرس الثقافة البورصية للأفراد بهدف استقطابهم لدخول عالم الأسواق المالية، وتشجيعهم على ذلك من خلال إبراز مزايا التوظيف والاستثمار البورصي.
- 5- ديانة غالبية سكان البلدان العربية هي الإسلام الذي يحرم الربا، وبالتالي التعامل بالأدوات المالية التي تقدم مردودية مضمونة وإن كانت عالية، لا تستهوي المستثمرين المسلمين، مما يؤدي إلى عزوفهم عن التعامل بكل ما هو حرام أو شبهة، لذلك يجب ترويج صيغ جديدة لأدوات مالية تتماشى حسب تعاليم الإسلام وذلك بهدف استقطاب مدخرات هامة راكدة بعيدة عن الحياة الاقتصادية.
- 6- العمل على تعميق العلاقات الثنائية بين الدول العربية، وتفعيل اتفاقية التجارة الحرة العربية سعياً إلى تحقيق التكامل الاقتصادي العربي، وتشكل حرية تحرك رؤوس الأموال بين أسواق الأوراق المالية العربية نواحي خصبة لإنشاء سوق عربية مشتركة، مع دراسة إمكانية التوسع فيها لتشمل في نطاقها الخدمات المالية باعتبارها أحد عناصر تشجيع الصادرات الخدمية والتي من شأنها جذب المزيد من الاستثمارات بكافة أنواعها.

#### الإحالات و المراجع:

- 1- عبد الله بن حسن عبد القادر، السوق المالية السعودية، نشرة فصلية، 2004
- 2- مفتاح صالح ومعاري فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع الأسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، دورية أكاديمية دولية محكمة سنوية تصدر عن جامعة قاصدي مباح ورقلة-الجزائر- العدد 07 سنة 2009-2010، ص 187-188
- 3- الموقع الرسمي للبورصة المصرية <http://www.egx.com.eg/arabic/Milestones.aspx> يوم 2013/07/18



- 4- محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم-سندات-أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2006، ص 197
- 5- هالة حلمي سعيد ، تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية، دراسة معدة بتكليف من الهيئة العامة لسوق المال المصري، 2001، تحت إشراف هناء خير الدين ، محمود ابو العيون
- 6- التقرير العربي الموحد 2002 ص 13
- 7- شذا جمال الخطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق المالية العربية لرأس المال، 2002، عابدين (مصر)، ص 70
- 8- سامي حطاب، تطور الأسواق المالية العربية: فرص التكامل و التنافس، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني ، نابلس، أكتوبر 2008. ص 6
- 9- صندوق النقد العربي، "التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2002"، أبو ظبي، سبتمبر 2003، ص 157 .
- 10- التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2003 ص 16
- 11- سامي حطاب، مرجع سابق،
- 12- صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، أبو ظبي، 2003، ص 17
- 13- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، "تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2002"، ص 47
- 14- سليمان المنذري، البورصات العربية: الدور و العلاقات البنينة و تحديات التحرير، الأهرام، القاهرة 2001، ص 143-142.
- 15- النشرات الإحصائية لعدد من البورصات العربية (الأردن مصر المغرب السعودية عمان الكويت)، 2000.
- 16- أنظر: محمد براق، السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، ملتقى التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين و تفعيل الشراكة العربية الأوروبية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، ماي 2004 ، ص 613-614
- 17- حسين عبد المطلب الأسرج، "تحليل أداء البورصات العربية 1994-2003 مع دراسة خاصة للبورصة المصرية"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، بنك الكويت الصناعي، العدد 79، ديسمبر 2004، ص 16
- 18- سامي حطاب، مرجع سابق، ص،
- 19- حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سابق، ص 16
- 20- شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 184.
- 21- Summers, Lawrence H. (1986). "Does the Stock Market Rationally Reflect the Fundamental Values?". The Journal of Finance 41(July):P591-601.
- 22- صلاح الدين حسن السيسي، الشركات متعددة الجنسيات و حكم العالم، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص 61
- 23- تقرير "الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية" - مركز الأهرام للدراسات السياسية 2001

- 24- جريدة العرب الدولية " الشرق الأوسط صندوق النقد العربي: أداء بورصة الكويت يتصدر 9 بورصات عربية في الربع الأول، 25 يونيو 2001، العدد 8245
- 25- بيانات البنك العالمي ، الموقع الإلكتروني:  
<http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/CM.MKT.TRAD.GD.ZS/countries>
- 26- النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الرابع 2011، ص 115
- 27- عبد الحليم ابراهيم محيسن، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد 101، مارس 2002، ص 26
- 28- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 2006/2005 ص 260
- 29- حسان خبابية، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادي، مجلة العلوم الإنسانية، دورية دولية علمية تصدرها جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2004، ص 14
- 30- أنظر:
- حسين الأسرج، "دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر" رسالة ماجستير غير منشورة قسم الاقتصاد، كلية التجارة بينها جامعة الزقازيق، 2002، ص 72-76
- عبد المطلب عبد الحميد ، " دور الجهاز المصرفي في دعم برنامج الخصخصة وتنشيط سوق الأوراق المالية في مصر مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول : "الخصخصة والأوراق المالية" ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 16-17 مارس 1996. ص 19-25.
- ناجي التوني ، برنامج التدفقات المالية وإشكالاتها، المعهد العربي للتخطيط، الشهادة القطرية المنعقدة بجمهورية مصر العربية ، 10-14 يناير 2004 ، ص 135-136