

آفاق تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها

أ/ رحال إيمان

أ/بركات سارة

جامعة بسكرة

Résumé :

Depuis les célèbres travaux d'Eigen Fama sur l'efficience des marchés financiers, l'idée ne cesse d'acquérir une importance grandissante du fait de son caractère opérationnel qui agit directement sur les décisions d'investissements de tous les acteurs de la bourse. Grace à l'effet qu'elle peut exercer sur la disponibilité, la fiabilité et la transparence des informations financières, elle contribue fortement à l'établissement des conditions favorables permettant d'établir des décisions d'investissement rationnelles, rentables et moins risquées. Elle permet également d'éviter les différentes situations de manipulation et d'agitation frauduleuses. Il donne également la valeur au marché permettra de réaliser le financement de l'économie et apporter de nouveaux investisseurs et institutions.

Compte tenu de l'importance acquise par le marché boursier dans la vie économique, la majorité des pays arabes, comme d'autres pays du monde ont développé et réguler leurs marchés et identifier les contraintes et les obstacles qui entravent son efficacité et renforcer son rôle dans l'économie.

Mots clés : Efficience, informations, marchés financiers.

المخلص :

لقد أصبحت كفاءة الأسواق المالية ومنذ الأعمال الأولى لـ Eigen Fama في الستينيات من القرن الماضي هدفا تسعى إليه كل البورصات العالمية و ذلك نظرا لدورها العمليتي الذي يؤثر مباشرة على قرارات التمويل والاستثمار، وبالإضافة إلى الأثر الذي تحدثه في توفر المعلومات المالية لمتخذي القرار المالي والاستثماري وكذلك شفافيتها ودرجة صلاحيتها فهي تساهم في توفير الشروط الضرورية لاتخاذ قرارات عقلانية وذات عائد مالي وأقل خطورة، وبالتالي فهي تسمح بتقاضي مختلف الوضعيات التحايلية و الممارسات التقضيلية لبعض المتعاملين. كما أنها تعطي قيمة للسوق تسمح بالقيام بتمويل الاقتصاد و جلب مستثمرين ومؤسسات جديدة.

ونظرا للأهمية التي تكتسبها سوق الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية فإن أغلب الدول العربية كغيرها من دول العالم قامت بتطوير وتنظيم أسواقها والوقوف على المعوقات والعقبات التي تحول دون الرفع من كفاءتها وتفعيل دورها في الاقتصاد.

الكلمات المفتاحية: كفاءة السوق،

المعلومات، الأسواق المالية.

مقدمة

تحظى أسواق الأوراق المالية باهتمام كبير من قبل الأفراد المستثمرين والشركات وحتى الحكومات في جميع دول العالم، نظرا لما تقدمه هذه الأسواق في سبيل دفع عجلة التنمية الاقتصادية والرفع من معدلات النمو في الاقتصاد، وذلك من خلال تعبئة وتجميع المدخرات "الفوائض" المالية وتوجيهها إلى قنوات استثمارية مناسبة، في الوقت الذي تعكس قوة ونشاط واستقرار هذه الأسواق بالضرورة قوة ونشاط واستقرار اقتصاديات الدول.

كما ازداد اهتمام الدول العربية كغيرها من دول العالم بإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية بها خاصة بعد ارتفاع أسعار النفط في أوائل السبعينات وما حققته من مكاسب صادراتها من هذه السلعة من جهة، وتعاضم اهتمامها بالإسراع بتحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي والحفاظ على استقرار هذا النمو من جهة أخرى، وهو ما حفز هذه الدول على إقامة أسواق للأوراق المالية و/ أو تطوير وتنظيم الأسواق القائمة منها، غير أن تحقيق هذه الأسواق لوظيفتها التمويلية والاستثمارية بفاعلية يتطلب توفر قدرات كافية من المعلومات والبيانات التي تتعلق بالشركة المصدرة للأوراق المالية أو ما هو يتعلق بالسوق نفسه حتى يطلق على هذه السوق مصطلح السوق الكفاء.

وفي هذا الإطار يسعى هذا البحث لمعالجة الإشكالية التالية:

ما المقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية وما هي متطلبات هذه السوق؟ وكيف يمكن تفعيل دور أسواق الأوراق المالية والرفع من كفاءتها؟

ولتوضيح متطلبات وطبيعة سوق الأوراق المالية الكفاء وتحليل تأثير التغيير في

أسعار الأوراق المالية، فقد تم تقسيم هذا البحث إلى المحاور التالية:

المحور الأول: مدخل إلى كفاءة الأسواق المالية.

المحور الثاني: المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية .

المحور الثالث: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية

المحور الأول: مدخل إلى كفاءة الأسواق المالية.

تعد كفاءة الأسواق المالية من الموضوعات التي أثارت ولا تزال تثير جدلاً واسعاً بين المهتمين، فقد دخلت فرضية كفاءة الأسواق المالية بقوة إلى الأدب المالي خلال العقود القليلة بسبب أهميتها التطبيقية فأولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها ، كما تشكل

أيضا حافظاً للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار في السوق، وكذلك يؤدي إلى دخول مستثمرين جدد، وبالتالي تحقيق أهداف السوق.

1- تعريف سوق الأوراق المالية الكفاء

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم.¹

إذن فسوق الأوراق المالية الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر عنصر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية.²

2- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

يتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، ففي ظل السوق الحرة التنافسية فإن أسعار الأوراق المالية يجب أن تعكس المعلومات المتاحة، وأن تلك الأسعار يتم تعديلها بصورة سريعة في حالة ظهور معلومات جديدة، ولكي تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق يجب توافر:³

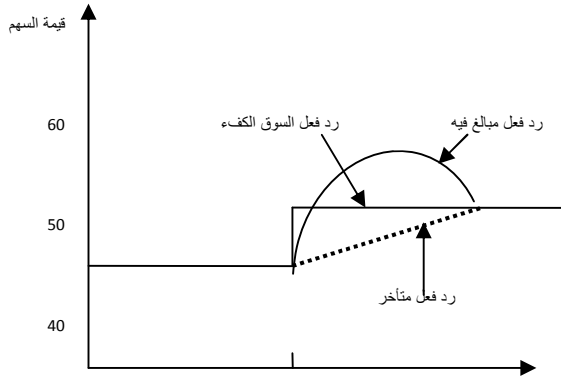
- تماثل المعلومات بين جميع المتعاملين وبدون تكلفة.
- لا توجد أي قيود على التعامل مثل ضرائب تكاليف التعامل.
- هناك عدد كبير من المستثمرين في السوق.
- يتصف المستثمرين بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة.

والكفاءة الكاملة تتحقق في السوق التي ينعقد فيها الفاصل الزمني بين تلقي معلومات جديدة من جهة والاستجابة الفورية بالتغيير في أسعار الأسهم المتداولة فيها من جهة أخرى، وفي ظل المنافسة الكاملة بين المستثمرين لن يتمكن أحد منهم من تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين والاستفادة من فروق الأسعار قبل وبعد تلقي المعلومات الجديدة.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق من المفروض أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إليها وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها واستجابة أسعار الأوراق المالية لآثار تلك المعلومات، مما يعني بقاء القيمة السوقية للسهم أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت. لأنه في الواقع العملي تتواجد تكاليف معاملات وتوجد ضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار الأخرى، وبالتالي لن يستطيع أي من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية في المدى الطويل.

ويعكس الشكل الموالي مفهوم الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة حيث يمكن أن نتصور طريقة استجابة " أو حركة " أسعار الأسهم في السوق نتيجة وصول معلومات جديدة خاصة بالشركة صاحبة السهم أو خاصة بالسهم ذاته سواء هذه المعلومات جيدة أو غير جيدة ويوضح هذا الشكل أنه في اليوم الذي تصل فيه المعلومة إلى السوق سوف نلاحظ زيادة مباشرة في سعر السهم ليصل إلى 33 وحدة نقدية في نفس اليوم - بينما كان 30 وحدة نقدية - إذا كان سوق كفاء بالكامل، أما إذا كان السوق يتصف بالكفاءة الاقتصادية فإن وصول المعلومات إلى السوق سوف يحتاج إلى بعض الوقت لتحليلها وتفسيرها إذ يتضح هناك ارتفاع بطيء في سعر السهم استجابة إلى هذه المعلومات، وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وتحليلها إلى أن يحدث ارتفاع في سعر السهم وبذلك تكون قيمة السهم السوقية أقل من قيمته الحقيقية، ومن هنا تحصل مجموعة من القرارات الاستثمارية المتعلقة بالسهم مما يؤدي إلى زيادة الطلب على هذا السهم فترتفع أسعاره إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية والمحددة بـ 33 وحدة نقدية كما هو مبين في الشكل.

الشكل رقم (01): التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 137 .

3- الصيغ المختلفة للسوق الكفاء

صنّف فاما (Fama 1970) المعلومات الواردة إلى السوق ضمن ثلاث مجموعات ، وضع على أساسها ثلاث مستويات لكفاءة السوق المالي:

أولاً: الكفاءة عند المستوى الضعيف: وهو المستوى الأدنى للكفاءة، حيث يعرف السوق على انه كفؤ إذا كانت الأسعار الحالية للسهم تعكس بالكامل جميع المعلومات التي تحتويها الأسعار التاريخية، وبالتالي لا يمكن استخدامها كأداة للتنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية للأسهم، ولذلك ليس من الممكن للمتعاملين في السوق أن يحققوا عوائد فوق عادية باستخدام الأسعار التاريخية للأسهم.⁴

■ **الكفاءة عند المستوى شبه القوي " المتوسط":** حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل أيضا كافة المعلومات المتاحة للجمهور والتنبؤات الخاصة بالشؤون الدولية والاقتصادية في الدولة والصناعة والمنشأة ويعني هذا أن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات ، وإذا كان الأمر كذلك فإنه في ظل هذا النوع من الكفاءة لا يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين حيث تستجيب أسعار الأسهم مباشرة لهذه المعلومات وبذلك يحدث تساوي بين القيمة الحقيقية للسهم وسعره.⁵

■ **الكفاءة عند المستوى القوي:** يكون سوق رأس المال كفؤا عند هذا المستوى إذا انعكست جميع المعلومات (معلومات تاريخية، معلومات معلنة ومتاحة، والمعلومات الداخلية أو السرية) في سعر السهم، ويلاحظ في هذا المستوى من الكفاءة أن المعلومات الداخلية ستؤثر على سعر السهم، أي أن المستثمر حتى لو وصل هذا النوع من المعلومات فلن يستطيع استثمارها لتحقيق أرباح غير عادية.⁶

المحور الثاني: المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية والتي تعرف على أنها "مجموعة النظم الفرعية للأفراد والبيانات والإجراءات والمعدات والبرامج، أو هي مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لاتخاذ أكفاً

القرار أو التصرف الأحسن في وقت معين"، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس العناصر الآتية:

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من بون لآخر مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة، ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل المعلومات الإستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة.⁷

تمثل المعلومات عصب التعامل في سوق الأوراق المالية ولا يمكن للمستثمر اصدار القرار السليم في غياب المعلومات السليمة عن الأوضاع والظروف المختلفة. أما المعلومات الملائمة لاتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، فهي قد تكون وصفية وتمثل في الحقائق التاريخية وسلوكها الاقتصادي الحالي، والأدوات الاستثمارية المتاحة التي يعتمد عليها للتنبؤ في المستقبل وقد تكون تحليلية تتمثل في البيانات والمعلومات الموضوعية المبنية على أسس علمية والتي يتمكن المستثمر بالاعتماد عليها في بناء توقعات رشيدة فيما يخص عوائد ومخاطر الاستثمارات الحالية والمستقبلية التي تنوي الدخول فيها والتعامل معها...، وعلى هذا الأساس يمكن تقسيم المعلومات التي يحتاجها المستثمر إلى أنواع وفقاً للمعايير التالية:⁸

■ **من حيث توقيتها:** فهناك المعلومات التاريخية التي تتمثل

في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للشركات التي تعود إليها هذه الأوراق، وهي على الأغلب تخص فترات سابقة وتكون متاحة للمستثمرين جميعاً، وهناك المعلومات الحالية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم، والنتائج المالية، بالإضافة للمعلومات المستقبلية التي تتمثل في ما يتم الإطلاع عليه في الشركة من قبل فئة محددة من الناس بحكم المراكز أو درجة القرابة أو النفوذ أو المصلحة.⁹

■ **من حيث طبيعتها:** فهناك المعلومات الاقتصادية والاجتماعية والتي تتمثل في الأحداث الاقتصادية والسياسية والبيئية المحيطة بالاستثمار بشكل عام وكذلك المعلومات القطاعية.

المحور الثالث: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية

إن التحدي الذي يواجه اقتصاديات الدول العربية في الوقت الحاضر يجعل من تطوير وتنظيم أسواق الأوراق المالية بها ومحاولة الربط بينها وافتتاحها على بعضها وتحولها نحو اقتصاديات الأسواق المالية أمرا في غاية الأهمية، وذلك من خلال اصدار وسن العديد من التشريعات والأطر المنظمة لهذه الأسواق والتي تكفل عملية توسيع قاعدتها من خلال استحداث المزيد من الأدوات المالية التي تعمل بدورها على تنشيط السوق وزيادة عدد الأطراف المشاركة في الأسواق من شركات ومؤسسات وغيرها والتأكيد على متطلبات الإفصاح المالي، وتحديث أنظمة التعامل ومواكبة التكنولوجيا الحديثة المستخدمة في الأسواق العالمية بما يتلاءم مع طبيعة البيئة المالية العربية ومراحل نموها وهو ما يتجسد في مدى استفادتها من برامج الخصوصية وإيجابيات المتطلبات التي فرضتها العولمة الاقتصادية.

1- واقع أسواق الأوراق المالية العربية

تعتبر أسواق الأوراق المالية العربية حديثة النشأة مقارنة بنظيرتها على المستوى الدولي كسوق لندن وسوق نيويورك، وهذا راجع إلى لعدم الوعي المالي لدى الأفراد المستثمرين ودخولهم في استثمارات أصلها أوراق مالية تتداول بيعا وشراء وتوجيه فوائضهم المالية إلى البنوك التجارية نظرا لدرجة الثقة والأمان التي تتمتع بها هذه الأخيرة من قبل المستثمرين، فضلا عن التقلبات في أسعار العملات وانعدام الأطر التنظيمية والتشريعية لوجود سوق للأوراق المالية، كلها عوامل وغيرها كانت تقف أمام إنشاء وتطور وتوسع نشاط سوق الأوراق المالية في الدول العربية.

وفيما يلي عرض نشأة وتطور أهم وأشهر أسواق الأوراق المالية العربية، حيث تتميز أغلب الاقتصاديات العربية بالتفاوت في درجات النمو الاقتصادي والانفتاح الاقتصادي على العالم الخارجي وهذا راجع أساسا لطبيعة كل اقتصاد وموارده وهايكلة، حيث نجد الدول التي تتميز بالانفتاح الاقتصادي وتعاني من عجز مالي في الوقت الذي تتمتع دول أخرى بدرجات كبيرة من الانفتاح على الاقتصاد العالمي والحرية وكذلك ارتفاع مستويات النمو الاقتصادي بها.

■ سوق الأسهم السعودي " تداول "

يمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم السعودي في نهاية السبعينات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ، حيث نشأ سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة، فقامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب في هذا المجال وظهور بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم، فقد صدر مرسوم رقم 1230 / 8 يقضي بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية اعتبارا من نوفمبر 1984، فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع يحكمه تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم.¹⁰

أما فيما يخص **كفاءة السوق السعودي** فمن خلال دراسة رفيق المزاهدية نجد أن عنصرين فقط من مقومات الكفاءة الكاملة هما اللذان نالا تقييم الكفاءة القوية في سوق الأسهم السعودية، وهما إمكانية بيع و شراء الأسهم في السوق بسرعة و سهولة، ووجود عدد كبير من البائعين و المشترين في السوق.

وفي مقابل ذلك جاء تقسيم ثلاث عناصر كمقومات ضعيفة للكفاءة وهي على التوالي: ارتفاع تكاليف التعامل في السوق، وعدم توفر نفس الفرص العادلة لكافة المتعاملين لتحقيق الأرباح ووجود تجار وصناع السوق بالمعنى الواقعي لا العلمي، مع إمكانية تحقيقهم لأرباح غير عادية على حساب بقية المتعاملين.

ولقد توصل إلى أن السوق تتسم بدرجة كفاءة متوسطة هي إلى الدرجة الضعيفة أكثر من اقترابها من الدرجة القوية للكفاءة.¹¹

كما أن هذه السوق لا تمتلك المقومات الرئيسية للكفاءة بأبعادها المختلفة وذلك للأسباب

التالية:

- معاناة السوق من بعض جوانب الضعف حيث أن الدوافع الاستثمارية لجل المتعاملين لا تتبع عن اقتناع بجذوى الاستثمار في هذه السوق بقدر ما تمثل هروبا من الاستثمار في القنوات الاستثمارية البديلة ومشكلاته.
- انه على الرغم من أن الجانب الأكبر من مصادر الحصول على السيولة النقدية يتركز على المدخرات الشخصية للمستثمرين، إلا أن نسبة هامة من المتعاملين لا تزال تعتمد على القروض او التسهيلات البنكية في تدبير هذه السيولة.

- إن القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق لا تزال تعتمد على مصادر معلوماتية ذات جودة متوسطة ومن ثم فإنها لا تزال بعيدة عن مستوى الكفاءة المطلوبة.
- إن درجة الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق لا تزال عند مستويات متدنية.
- إن السوق لا تمتلك العديد من مقومات الكفاءة الكاملة، سواء من حيث المعلومات أو من حيث سمات وخصائص السوق و غيرها من المقومات.
- إن وضع مقومات الكفاءة التشغيلية لا يزال غير مقبول كما أنها لم تصل الى المستوى المقبول.
- كما أن غياب الشفافية في التعامل في السوق تشكل أبرز الأسباب التي من المعتقد أنها ساهمت بقوة في إضعاف كفاءة السوق السعودي.¹²

■ سوق عمان المالي

إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة قد دفع إلى التفكير في إنشاء سوق مالية في عمان، وجاء تقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 لعام 1976 والذي بموجبه أنشأت سوق عمان المالية والتي باشرت نشاطها في بداية عام 1978، ولقد صدرت عدة قوانين وقرارات بشأن تأسيس سوق عمان المالية وتطويرها أهمها 1976 و 1990 و 1997 ، وبموجب قانون 1997 " قانون الأوراق المالية" تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسية تتمتع باستقلال مالي وإداري وذلك للقيام بتنظيم وتوجيه ورقابة وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية، وفي هذا الإطار تم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي و تم الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معا، وهذه المؤسسات الثلاث هي¹³:

- هيئة الأوراق المالية: وهي مؤسسة رقابية تعمل على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل وحماية المتعاملين وضمان الكفاءة الاستثمارية والشفافية في المعلومات مع نشر الوعي الاستثماري وتشجيع التبادل في السوق المالية.

- سوق الأوراق المالية (بورصة عمان) : وهي مؤسسة خاصة تتفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية.
- مركز إيداع الأوراق المالية: وهي مؤسسة تتولى دور التوثيق ومهام تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة.
- البورصة المصرية¹⁴

تتكون سوق مصر المالية من سوقين تقع إحداهما في القاهرة والأخرى في الإسكندرية وتدار من قبل مجلس واحد للإدارة وتخضعان لنفس الأنظمة، علما بأن سوق الأوراق المالية في مصر أسست أولا في الإسكندرية عام 1883 وثم في القاهرة عام 1898 وفي عام 1909 صدر القرار (العالي) بشأن بورصة القاهرة.

وتتكون البورصة المصرية من¹⁵: لجنة البورصة ، مكتب لجنة البورصة، الجمعية العامة، الهيئة العامة لسوق المال إضافة إلى ذلك توجد اللجنة العليا للبورصة وهيئة التحكيم ومجلس التأديب ومدنوب الحكومة.

- كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية:

حتى تقوم بورصة الأوراق المالية بتوجيه المدخرات لأفضل الاستثمارات لابد أن تتميز بالكفاءة، وهناك معيارين من الكفاءة هما معيار الكفاءة التشغيلية والكفاءة التسعيرية. وذلك فيما يلي:¹⁶

أ- معيار الكفاءة التشغيلية:

في مصر نجد أن سوق الأوراق المالية غير كفاء من الناحية التشغيلية حيث توجد تكلفة معاملات كبيرة تشمل مصاريف الإصدار، وعمولة شركات الوساطة وتكلفة الحفظ المركزي وغيرها.

ب- معيار الكفاءة التسعيرية:

لم يصل حجم التعامل في سوق الأوراق المالية المصرية إلى الدرجة التي تسمح بقياس كفاءته، ورغم القفزات الكبيرة في نشاط البورصة المصرية خلال الفترة الماضية فإن حجم المعاملات اليومية وعدد الأسهم النشطة مازال بسيطا، وذلك بالقياس إلى بعض الأسواق الصاعدة مثل هونج كونج التي يصل حجم التعامل اليومي فيها إلى نحو 30 مليار دولار. والأمل أن يزيد حجم التعامل والنشاط لأكثر عدد من الأسهم..

2- معوقات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية

تواجه أسواق الأوراق المالية العربية عدد كبير من العوامل التي تعتبر في جوهرها معوقات وعقبات تقلل من مساهمتها على تنمية المدخرات وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار المناسبة عن طريق هذه الأسواق، وتتمحور هذه المعوقات على مستويات ومجالات مختلفة يمكن عرضها فيما يلي:

■ المعوقات المتعلقة بالجانب التشريعي والتنظيمي للأسواق

المعينة¹⁷

- وتتمثل المعوقات التشريعية التي تواجهها أسواق الأوراق المالية في الدول العربية في الآتي:
- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية.
 - قصور التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة (أسهم عادية وسندات).
 - افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول الإفصاح المالي عن أوضاع الشركات المساهمة وحماية حقوق صغار المستثمرين.
 - وجود بعض القواعد والنظم الخاصة بالإدراج والتداول في كل بورصة عربية لا تتلاءم مع مثيلتها من قواعد ونظم في البورصات العربية الأخرى.
 - وجود القواعد والأسس الخاصة بتنظيم ومتابعة شؤون الشركات المساهمة العامة ضمن قوانين الشركات التجارية في معظم البلدان العربية.
- أما فيما يخص المعوقات التنظيمية والهيكلية التي تقف أمام تطور أسواق الأوراق المالية العربية نذكر منها:
- تباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها، إذ يلاحظ بأن بعضها لا زالت في بداياتها في حين أن هناك مجموعة من الأسواق العربية قد أسست منذ بداية القرن الماضي.

- عدم وجود أسواق أوراق مالية منظمة لدى عدد من الدول العربية، فعلى الرغم من توفير الأدوات المالية لدى من الدول العربية إلا أن هذه الدول لا زالت تفتقر إلى وجود سوق منظمة للأوراق المالية.
- عدم تنوع الأدوات المالية العربية حيث تكاد الأسهم تكون الأداة الوحيدة التي تتوفر لدى أسواق الأوراق المالية العربية.
- وجود عقبات تشريعية تحول دون إمكانيات الربط بين البورصات العربية، حيث لا تسمح التشريعات التي تحكم عمل البورصات العربية إمكانيات الربط بين هذه البورصات.
- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عمليات التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط.
- عدم استفادة البنوك العربية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل.
- تأخر برامج الخصخصة في البلدان العربية.
- عدم توفر المعلومات المجمعّة عن البورصات العربية ومحدودية الأجهزة التي تقوم بتجميعها وتوزيعها.

■ المعوقات المتعلقة بالجانب الاقتصادي

إن أهم المعوقات والعقبات ذات الطابع الاقتصادي التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية وتعرض نموها وتقلل من مساهمتها في النشاط الاقتصادي تتمثل في التالي:¹⁸

- **ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية:** من أهم الشروط الضرورية لإنشاء سوق الأوراق المالية نشطة توافر عرض مناسب من الأوراق المالية والإصدارات الجديدة بشكل منتظم " غير متذبذب"، حيث يلاحظ أن بعض الأسواق العربية تتسم بضيق نطاقها واقتارها إلى السلع المتمثلة في الأوراق المالية من أسهم الشركات وسندات الإقتراض، ولا زالت تنقل الأدوات الاستثمارية الموجودة في الغرب.
- **نقص الطلب على الأدوات الاستثمارية:** إذا كان سوق رأس المال يمثل بالضرورة آلية لتوجيه تدفق المدخرات في القنوات الاستثمارية، فإن أحد

أهم العوامل التي تحد من تطور هذه السوق وزيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية هو ضآلة حجم الدخل ونمط توزيعه ومستوى الوعي العام للمدخرين ومفاهيمهم الاجتماعية إزاء الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة السندات منها، ومن أهم العوامل التي أثرت على مستوى الطلب على الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية العربية نذكر:

- **تفضيل السيولة في الاستثمار القصير الأجل:** إن الاستثمار في الأوراق المالية هو استثمار طويل الأجل بطبيعته ولكن نتيجة لنقص الخبرة الإدارية بأساليب التحليل المالية وعدم الوعي الإذخاري والتوظيف لدى المدخرين، فقد أدى إلى عدم اقبال الغالبية العظمى من الأفراد على الاستثمار في الأسهم والاتجاه نحو الاستثمار قصير الأجل.
- **انخفاض العائد الصافي على الاستثمار في الأوراق المالية** مقارنة بأشكال الاستثمار الأخرى: هذا يعتبر عائقاً دون زيادة الطلب على هذه الأوراق ويحد بالتالي من نمو سوق الأوراق المالية، وهو ما يلاحظ في بعض الدول العربية التي تعاني من ارتفاع معدلات التضخم فإن معدلات الفائدة على الودائع في الجهاز المصرفي قد تفوق العوائد التي توزعها شركات المساهمة بل أن بعض الدول العربية غالباً ما تعطي الودائع المصرفية دون عائدات الأسهم أفضلية من حيث المعاملة الضريبية.
- **انخفاض معدلات الادخار في بعض الدول العربية خاصة المستوردة لرأس المال:** وذلك بسبب تدني الدخل مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأدوات الاستثمارية في أسواق المال.
- **عدم ملائمة المناخ الاستثماري في بعض الدول العربية:** يواجه الاستثمار في كثير من الدول العربية العديد من العقبات منها ما يتعلق بنواحي سياسية أو اقتصادية أو مالية أو تشريعية، بالإضافة إلى المعوقات الإدارية والتنظيمية وتلك التي تتعلق بمشروعات البنية الأساسية وتنعكس العقبات في انخفاض الاستثمارات العربية داخل الوطن العربي بالمقارنة مع مثيلاتها في الخارج.

- افتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى المؤسسات

الصناعة لها: تفتقر أسواق الأوراق المالية العربية وخاصة السوق الأولية إلى وجود بنك أو شركات استثمارية متخصصة تتولى مهام توزيع مخاطر الإكتتاب إذ ما زالت البنوك التجارية في هذه الدول يقع عليها أساسا هذا العبء، أما السوق الثانوية فإن المؤسسات الصناعية لهذه السوق " كالشركات المالية التي تقوم بدور الترويج والتسويق وتغطية ما يصدر من أوراق مالية وكذلك إعطاء النصح والمشورة فيما يمكن إصداره في السوق، وشركات المقاصة التي تعمل في مجال نقل ملكية الأوراق المالية وتحصيل الكوبونات نيابة عن الأفراد، وشركات رأس المال المخاطرة التي تعمل في مجال تعويم وإدارة الشركات المتعثرة "، وتتمثل أهمية هذه المؤسسات في تشجيعها لتداول الأوراق المالية وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين علما أنهم في أغلب الأحيان تكون هذه المؤسسات على دراية واسعة بالسوق وبرغبات المستثمرين.

3- سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية ورفع

كفاءتها

إن عملية تطوير أسواق الأوراق المالية يتطلب توفير أساليب العمل وإعطاء أهمية قصوى لأمر محورية وعدة اجراءات لمعالجة المعوقات والعقبات التي تقف أمام نموها وتطورها، والتي يمكن تلخيصها بالآتي¹⁹:

- إعادة هيكلة القطاع العام والمضي قدما في عمليات الخصخصة، وبيع الحكومات للأصول التي تمتلكها في القطاعات الإنتاجية والخدمية.

" والتحول أو التوجه نحو إعطاء دور أكبر للمشرعات الخاصة في الحياة الاقتصادية، والذي كان كمحصلة طبيعة التحول الاقتصادي العالمي وتبني معظم الدول العربية نظام اقتصاد السوق الحر الذي يتعاضم فيه دور القطاع الخاص وهو الأمر الذي استدعى ضرورة إيجاد آليات وأدوات مالية يتم من خلالها نقل أو تحويل القطاع العام ووضعه بيد الخواص فضلا عن تأمين استيعابية التمويل للقطاع الخاص البديل وهو ما لا يمكن تحقيقه إلا بإنشاء أسواق رأس المال"²⁰.

- إشاعة مناخ الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي باعتباره عاملا محوريا للمستثمرين لدى اتخاذهم قرارات التشغيل.
- تعزيز التنسيق بين المؤسسات المعنية بتطوير القطاعات المصرفية والمالية والتجارية مثل "إتحاد المصارف العربية وإتحاد البورصات العربية وإتحاد المستثمرين العرب".
- الإسراع في إنشاء بورصة عربية موحدة قادرة على جذب أحجام كبيرة من الاستثمارات الخارجية ومتنفة بالعمق والسيولة الكافية.

الخاتمة:

شهدت الدول العربية في السنوات الأخيرة إهتماما متزايدا بالدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد الوطني، وهو ما انعكس تطبيقا بإنشاء أسواق مخصصة لتداول الأوراق المالية في معظم الدول العربية وتطوير وتنظيم ما هو قائم من أسواق والتمهيد للدخول في سوق مالية عربية موحدة لتعزيز التعاون بين الدول المعنية ومواجهة التحديات الخارجية مجتمعة، ونخص بالذكر ما فرضته العولمة وحرية حركة رؤوس الأموال والإنتفاخ المالي على الصعيد الإقليمي والعالمي وكذا برامج الخصوصية، وإن مدى الإستفادة من هذه التحديات ونجاح هذا التوجه يتطلب من هذه الدول خلق أسواق للأوراق المالية متطورة وذات كفاءة عالية لإجتياز متغيرات هذه المرحلة بإحكام، وفي ذات السياق حاولت الجهات المسؤولة على تنظيم أسواق الأوراق المالية في الدول العربية ادخال التطورات التكنولوجية في مجال التداول التسوية والمقاصة والإستفادة من الأنظمة الإلكترونية في تحقيق السرعة في الأداء وتنفيذ العمليات ومعالجة الأوامر فضلا عن اضعاف قدر كبير من الشفافية في المعاملات وذلك لتعزيز المركز التنافسي لهذه الأسواق أمام الأسواق المتقدمة والرفع من كفاءتها وقدرتها الاستيعابية.

الهوامش:

¹ صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003، ص: 24.

² السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الاردن، 2010، ص: 101.

³ عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الاوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص: 56.

⁴ Rachid RAHAOUI, L'efficience informationnelle du marche financier Marocain; L'impact d'un profit warning sur les cours boursiers, Université Hassan I er Casablanca - Diplôme des Etudes Superieures Approfondies 2007,p6.

³ ibid.

⁶ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012، ص 103، 104.

⁷ مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية " دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، 2009/2010، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07، ص: 183.

⁸ مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2009، ص ص: 61، 63

¹⁰ عماد صالح سلام، إدارة الازمات في بورصات الاوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة ابو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002، ص ص: 196، 198.

¹¹ رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودية- مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، 2006 - 2007، ص 254، 255

¹² رفيق مزاهدية، المرجع السابق، ص 258-259

¹³ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، الأردن، 2003، ص ص: 302، 303.

¹⁴ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص: 300، 301.

¹⁵ رشام كهينة، مرجع سابق، ص: 97.

¹⁶ صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول " حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، 15-16 تشرين الأول أكتوبر 2008م، كلية الاقتصاد - جامعة دمشق، ص 60-62.

¹⁷ صلاح الدين حسن السيسي، البورصات والأسواق المالية " دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2014، ص ص: 162، 163.

¹⁸ انطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج 2، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ج 2، ص ص: 253، 256.

¹⁹ أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص ص: 65، 67.

²⁰ الأخضر بن عمر، بالموشي علي، تكامل الأسواق المالية العربية لمواجهة تحديات الأزمات المالية العالمية، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 2، 2012، جامعة الوادي، الجزائر، ص: 128.