

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

د. بن عبيد فريد

جامعة محمد خيضر - بسكرة

ملخص:

سعت السلطات المسؤولة عن أسواق المال العربية جاهدة إلى مواكبة كافة المستجدات والتطورات الحاصلة في الأسواق المالية العالمية، وذلك من خلال العمل على تعديل الأنظمة والقوانين المناسبة، ودعم البيئة الإستثمارية العربية وتأمين بيئة آمنة لإصدار وتداول الأوراق المالية من أجل تحسين أداء هذه الأسواق حتى تعمل بكفاءة وشفافية. وشهدت الأسواق المالية العربية إصدار تشريعات في كل مرة في إطار سعيها المستمر لتحديث أرضيتها القانونية، كما شغل موضوع تطبيق ضوابط الحوكمة ومعايير الإنضباط المؤسسي حيزا لا بأس به من اهتمامات السلطة. ووجود مثل هذه الأنشطة يعد مؤشرا طيبا للمستثمر المحلي والأجنبي حيث يؤدي إلى مزيد من الكفاءة والسيولة والشفافية للسوق ويساعد على حماية المستثمر من المخاطر، ورغم تأثير الأزمة المالية العالمية (2007) والإضطرابات السياسية التي شهدتها بعض الدول العربية، عاودت الأسواق المالية العربية تحسنها.

الكلمات المفتاحية : أداء أسواق الأوراق المالية العربية، مؤشرات الأسواق المالية، الأزمة المالية العالمية (2007).

Abstract :

The authorities responsible for the Arab capital markets have striven to keep abreast of all developments and developments in the global financial markets, and by working to amend the regulations and appropriate laws, and the support of the Arab investment environment and provide a safe environment for the issuance and trading of securities in order to improve the performance of these markets even operate efficiently and transparently .The Arab financial markets legislation knew in each time in the context of its continuing quest to modernize the legal floor, also served with the application of controls and corporate governance standards of institutional discipline space quite a bit of power concerns. And the existence of such activities is a good indicator for domestic and foreign investors as it leads to greater efficiency, liquidity and transparency of the market and helps to investor risk protection, despite the impact of the global financial crisis (2007) and political turmoil in some Arab countries, the Arab financial markets resumed improve.

Keywords: the performance of Arab stock markets, financial market indicators, the global financial crisis (2007).

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

مقدمة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية العربية حديثة النشأة بالمقارنة مع تلك الأسواق في الدول المتقدمة، فقد نشأت في بيئة اقتصادية لم تكن مواتية تماما لكونها تأسست في ظل الإحتلال الأجنبي والتبعية هذا من جهة، ومن جهة أخرى تأثرت هذه الأسواق بعد مرحلة الإستقلال بالسياسات الإقتصادية والتوجهات نحو توسيع القطاع العام، وإلى غاية النصف الثاني من عقد الثمانينات لم تكن في الدول العربية عدا ست بورصات في كل من مصر والمغرب والكويت ولبنان وتونس والأردن.

وشهد العقد الأخير من القرن العشرين إنشاء بورصات جديدة في كل من الجزائر وقطر والسودان والإمارات العربية المتحدة وفلسطين، ومع مطلع الألفية الثالثة شهدت أسواق الأوراق المالية العربية جملة من الإصلاحات تعكس التوجهات الإقتصادية والسياسية لبرامج التثبيت الهيكلي والإصلاح الإقتصادي التي تهدف إلى إحياء وتنشيط وتنمية أسواق المال حتى تواكب في نفس الوقت سياسات الخصخصة والتحول نحو القطاع الخاص، لذلك عمدت السلطات في الدول العربية إلى تحديث النظم والقواعد والتشريعات التي تضمن قيام بيئة اقتصادية ملائمة لنجاح وتعزيز الثقة في السوق وحماية حقوق المستثمرين.

وتهدف هذه الدراسة إلى معرفة موقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل التطورات التي شهدتها وانعكاس ذلك على أدائها، لذا سنتناول التطور التنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية في المحور الأول، أم المحور الثاني فقد خصص لتطور الأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية.

المحور الأول: التطور التنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية.

عرفت أسواق الأوراق المالية العربية جملة من التغيرات الهامة تمس الإطار التشريعي والتنظيمي ونظام التداول والتسوية والحفظ المركزي وغيرها.

أولاً: الإطار التشريعي:

1- الفترة من 1999 إلى 2003:

تشكل هذه الفترة مرحلة انتقالية لأسواق الأوراق المالية العربية، فقد تم تعزيز الدور الرقابي للسوق من خلال إنشاء هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام، وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسواق العربية التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ نهاية 1999 سنة (6) أسواق هي: الإمارات العربية المتحدة، المغرب، عمان، تونس، الأردن، مصر.

وفي سنة 2000 تم إنشاء هيئة كجهة إشرافية بسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع. كما أقرت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية إنشاء سوق موازية لتشجيع الشركات الصغيرة والجديدة على الإدراج، مع وضع جملة من المعايير والضوابط لنظام بيع الأجل. وفي سنة 2001 و2002 اتخذت العديد من الدول العربية إجراءات تهدف إلى تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية المتعلقة بأسواقها المالية بما يتماشى مع المستجدات الدولية، وفي مصر تم ادخال بعض التعديلات على قانون الشركات التجارية، تتعلق بعضوية مجالس إدارات الشركات وصلاحيات وزير التجارة و الصناعة في اصدار قواعد وشروط انتخاب أعضائها وتعيين مراقب داخلي ومستشار قانوني وفقا للضوابط التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال. (1)

ففي السعودية أعدت السلطات مشروع قانون يقوم على استحداث ثلاث مؤسسات تتمثل في هيئة الرقابة والإشراف، البورصة ومركز التسوية. (2)

وبسبب ارتفاع أسعار تصدير النفط، واستمرار تدني أسعار الفائدة وعودة بعض رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج، شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورا نوعيا وكما سنة 2003، ففي السعودية تم إقرار مشروع نظام سوق الأسهم والذي تم بموجبه إنشاء هيئة سوق المال وهي جهة الإشراف على السوق، وشركة سوق المال لإدارة السوق وهي مستقلة عن الهيئة.

2- الفترة من 2004 إلى 2006:

شهدت هذه الفترة تطورات إيجابية في مجال الأطر التنظيمية للأسواق المالية العربية، حيث أدخلت بورصة عمان مفهوم الإدراج المستمر، حيث تقوم الشركة المدرجة في السوق الأولى بالمحافظة على متطلبات الإدراج طيلة وجودها في هذه السوق، وفي قطر أصدر البنك المركزي تعميماً يسمح بموجبه بتمويل الأسهم عن طريق القروض شريطة استيفاء تغطية القرض 100٪ أو بضمان الراتب. (3)

3- الفترة من 2007 إلى 2013

في ضوء الأزمة المالية العالمية 2008 واصلت الجهات التنفيذية والرقابية في كافة أسواق الأوراق المالية العربية تطوير الجانب الرقابي والتنظيمي للسوق، حيث تم إلزام الشركات المدرجة على رفع مستوى الإفصاح المالي والشفافية، وتقديم خدمات التداول الإلكتروني للمتعاملين في الأسواق، وتحسين النظم الضريبية بهدف جذب الاستثمار وتعديل نظم إدارة المحافظ الإستثمارية لحماية المستثمرين، وتطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة. (4)

ومن التطورات الهامة خلال عام 2010 التي اتخذتها هيئات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي الخطوات الأولية على صعيد مشروع نظام موحد لإدراج الأسهم، وتبني لوائح موحدة لإصدار وطرح الأوراق المالية. (5)

وفي سنة 2011 سعت بعض الدول العربية التي تعرضت إلى اضطرابات وأحداث سياسية إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة لاستقرار السوق، ومثال على ذلك أقدمت السلطات التونسية على إيقاف التداول في البورصة لعدة أيام، لتعاود البورصة افتتاحها في 07 مارس 2011، كذلك كانت هيئة السوق المالية التونسية وانعكاساً لتداعيات الأوضاع، قد أقدمت على إيقاف التداول بأسهم عدد من الشركات، كما أقدمت على تعيين مراقبين من هيئة الخبراء المحاسبين لإدارة بعض من هذه الشركات، وذلك لحماية المستثمرين فيها (6). وفي المقابل واصلت بعض البورصات العربية الأخرى جهودها خلال عام 2011، للارتقاء إلى مرتبة أسواق ناشئة، فمثلاً على مستوى دولة الإمارات واصلت هيئة الأوراق المالية بالتعاون مع سوقي أبوظبي ودبي جهود تحسين كفاءة هذه الأسواق... ومن أبرز هذه التطورات تطبيق آلية التسوية القائمة على الدفع مقابل التسليم، بما يحد من يخاطر التسوية.

وعلى صعيد السوق المالية السعودية أعلنت الهيئة إلزامية تطبيق الفقرة ب من المادة العاشرة من لائحة حوكمة الشركات المدرجة والمتعلقة بضوابط الرقابة الداخلية والإشراف عليها، بحيث تصبح إلزامية ابتداء من 2012/01/01. فضلاً عن إصدار لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية التي تنظم إجراءات الترافع والتقاضى في منازعات الأوراق المالية. كما أصدرت الهيئة دليل إرشادي لتوعية وتفعيل دور المساهمين في الجمعيات العامة. كذلك تم افتتاح مركز اختبارات التأهيل للعاملين في مجال الأوراق المالية.

وعلى صعيد بورصة قطر، تم خلال عام 2011، التطبيق الكامل لنظام الدفع مقابل التسليم، ويأتي ذلك في إطار جهود البورصة للارتقاء إلى مرتبة أسواق ناشئة. ومن التطورات التنظيمية في المغرب قيام السلطات بتحديد الإجراءات التنفيذية لعمليات إعادة شراء الشركات المساهمة لأسهمها في البورصة، وتهدف تلك الإجراءات للمساعدة في تنظيم وتنشيط السوق (7).

ومن التطورات الهامة خلال سنة 2012 إصدار هيئة الأوراق المالية بالإمارات نظاماً خاصاً بصناديق الإستثمار، والذي من شأنه تعزيز الإستثمار المؤسسي وتعزيز المناخ الإستثماري في الأسواق المحلية واستقطاب استثمارات وسيولة جديدة. كما أقر مجلس إدارة الهيئة أنظمة أخرى أهمها: نظام إقراض واقتراض

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

الأوراق المالية، ونظام بيع الأوراق المالية على المكشوف، ونظام توفير السيولة (8). وفي بورصة قطر، تم استكمال البنية الأساسية من الناحية الفنية والتنظيمية الخاص بطرح وإدراج الأوراق المالية للشركات المتوسطة والصغيرة، والتي سبق الإعلان عن إنشائها في عام 2011.. وبذلك تصبح بورصة قطر ثاني بورصة عربية تنشأ سوقاً لهذه الشركات، وذلك بعد البورصة المصرية. وقامت البورصة المصرية في سنة 2012 بتركيز قراراتها على تعديل الضوابط والقواعد والأحكام التنفيذية، فقد قامت الهيئة العامة للرقابة المالية بإصدار قرار لتيسير إجراءات إعادة قيد الأوراق المالية المشطوبة من جداول البورصة.. كما تم إقرار قواعد قيد وتداول حقوق الإكتتاب (9).

وامتاز عام 2013 بصعود بعض القواعد الإسترشادية الموحدة لبعض الأسواق المالية العربية، حيث صدرت قواعد استرشادية موحدة لطرح الأسهم ولإفصاح عن الأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، حيث شملت التعديلات بشكل واضح الحوكمة والإفصاح وإصدار وإدراج وتداول أدوات مالية جديدة وفق معايير عالمية معتمدة. فمثلاً في بورصة قطر كان للتعديلات التي أدخلتها هيئة قطر الأوراق المالية وبالتعاون مع سوق الدوحة للأوراق المالية وخاصة في مجال آلية التسليم مقابل الدفع، نشاط مزود السيولة، بالإضافة إلى إقراض واقتراض الأوراق المالية خلال الفترة السابقة، دوراً كبيراً في ترقية سوق الأوراق المالية القطري إلى سوق ناشئة. كما حصلت هيئة قطر على عضوية المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (10).

ثانياً: تعزيز الشفافية والإفصاح المالي.

1- الفترة من 1999 إلى 2003

وشملت التطورات التعليمات والمعلومات والبيانات التي يتوجب على الأسواق العربية الإفصاح عنها مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة حركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية، من خلال إصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار.

وقد أقدمت غالبية أسواق الأوراق المالية العربية على وضع تعليمات للإفصاح ومعايير للمحاسبة والتدقيق تتماشى مع المعايير الدولية في هذه المجالات وذلك تعزيزاً لمبدأ الشفافية وحماية المستثمرين وزيادة مصداقية هذه الأسواق.

2- الفترة من 2004 إلى 2006:

من بين التطورات الإيجابية في هذه الفترة، قامت الشركات المدرجة في السوق الأولي في بورصة عمان بتزويد البورصة بتقاريرها الفصلية المراجعة من قبل المدققين الخارجيين بهدف إضفاء المزيد من المصداقية والثقة على البيانات والمعلومات، كما قام سوق الدوحة للأوراق المالية بإدخال تعديلات على نظامه الداخلي بهدف تعزيز جوانب الإفصاح والشفافية. (11)

3- الفترة من 2007 إلى 2013:

أكدت أسواق الأوراق المالية العربية على أهمية الإفصاح المالي لأنه من أهم شروط حرية السوق وضمن الفرص المتكافئة فيها، حيث ألزمت التشريعات الجديدة الشركات بداية من السوق الأولية بالإفصاح عن طريق نشرات الإكتتاب المعتمدة من هيئة سوق المال أو سلطات البورصة وهو ما من شأنه تعزيز الثقة في السوق.

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

ومن التطورات الهامة خلال 2011، البدء بتطبيق الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية للشركات المدرجة في بورصة الإمارات باستخدام البرمجة للتقارير المالية وذلك ابتداء من افصاحات الربع الأخير لعام 2011. وسيساعد هذا الإفصاح على تحسين كفاءة تحليل البيانات والمعلومات المالية (12). أيضا في سنة 2011، تم إطلاق منظومة خدمات تداولاتي الإلكترونية للإستعلام عن ملكية الأوراق المالية وتوزيع الأرباح والتصويت الإلكتروني بالسوق المالية السعودية.

وفي سنة 2012 وبهدف توحيد مستويات الإفصاح والشفافية، قامت البورصة المصرية بإطلاق أول نموذج معياري موحد للإفصاح لدى الشركات، كما تم إلزام جميع الشركات بضرورة وجود موقع إلكتروني على شبكة الأنترنت تتيح من خلاله الشركة توفير القوائم المالية والبيانات والأخبار الخاصة بها (13). كما واصلت هيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات خلال عام 2012 جهودها بالتعاون مع سوق دبي وأبوظبي لتحسين كفاءة هذه الأسواق، ومن أبرز هذه الجهود، إجراء تعديلات على نظامي الإفصاح والشفافية وإدراج الأوراق المالية والسلع، واشترط أخذ موافقة الهيئة قبل الدعوة لإنعقاد الجمعيات العمومية (14). وفي سنة 2013 أصدرت هيئة الأوراق المالية في الأردن قواعد حوكمة جديدة وطورت نظام جديد للإفصاح الإلكتروني للشركات المساهمة العامة (15).

ثالثا: تحديث أنظمة التداول:

1- الفترة من 1999 إلى 2003:

حيث تم إنشاء أنظمة تداول آلي متطور في أسواق كل من الكويت، السعودية، مصر، تونس، المغرب، عمان خلال سنة 1999.

وفي سنة 2000 تم تحديثي أنظمة التداول فمثلا تم استكمال نظام شبكة المعلومات في الأردن الذي يربط جميع شركات الوساطة العامة بهدف توفير سهولة الإتصال بين البورصة والوسطاء من خلال خدمة البريد الإلكتروني، وفي مصر تم إدخال خدمة التداول عن بعد بشكل اختياري لشركات الوساطة (16).

وفي سنة 2001 أدخل سوق الأسهم السعودي نظاما جديدا يعرف باسم "تداول"، والذي من خلاله تقوم وحدات التداول التابعة للبنوك بإلغاء الإشعارات وتحويل كافة أسهم المستثمرين على حسابات يمكن من خلالها إجراء عمليات البيع والشراء. كما قرر مجلس إدارة بورصة عمان نقل تداول السوق الثالث وسوقي السندات وصناديق الإستثمار من مجموعة التسعير الثابت* إلى مجموعة التسعير المستمر** (17).

وفي سنة 2002 شهد سوق الأسهم السعودي بداية تداول أسهم الشركات المدرجة فيه من خلال شبكة الأنترنت في بعض البنوك، وفي الكويت قامت بعض الشركات بطرح خدمة جديدة تتمثل في تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية عبر الأنترنت باللغة العربية، حتى يتسنى للمستثمرين العرب شراء وبيع الأسهم المتداولة في سوق الكويت. وفي قطر تم تطبيق نظام تداول إلكتروني في سوق الدوحة للأوراق المالية بهدف توفير الوقت والجهد على المستثمرين والوسطاء في متابعة تنفيذ الأوامر (18).

وفي سنة 2003 تم تزويد شركات الوساطة بنظام محاسبي خاص يتيح ربط أعمال تلك الشركات أليا بنظام التداول في السوق لمتابعة ومراقبة عملياتها (19).

2- الفترة من 2004 إلى 2006:

في إطار العمل على تطوير الأسواق المالية العربية من خلال استقطاب تقنية المعلومات والأساليب

الحديثة لنظم التداول، تم في مصر التوقيع على اتفاقية بين شركة مصر لنشر المعلومات بسوق الدوحة للأوراق المالية لتطوير النظم الرقابية على التداول (20)، وفي الأردن تم اعتماد نظام أرشفة الوثائق الصادرة عن البورصة وتطوير البرمجيات المتعلقة بأنظمة البورصة. (21)

3- الفترة من 2007 إلى 2013:

سعت البورصات العربية إلى تحويل نظام التداول اليدوي إلى تداول آلي باستخدام الحاسبات الآلية، ليشمل جميع الشركات المدرجة في البورصة.

ولا شك أن مكننة الأسواق المالية العربية تزيد من السرعة و الشفافية وسهولة التعامل وإتمام عمليات التداول بطريقة أسرع مما يسمح بنشر كافة المعلومات الموجودة فوراً، الأمر الذي يعزز ثقة المستثمرين في السوق.

ففي سنة 2012 أقدمت هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات على إدخال تعديلات على نظام التداول بالهامش. وبهدف توسيع منتجاتها من المؤشرات المعيارية القابلة للتداول، أطلقت بورصة قطر سنة 2012 عدداً من مؤشرات الأسهم لتضاف إلى جانب مؤشر بورصة قطر الموجود حالياً، فعلى سبيل المثال تم إطلاق نسخة من مؤشر بورصة قطر خاصة بالعائد الإجمالي في الوقت الفعلي، والذي يقيس كلا من الأداء السعري والدخل المتأتي من توزيع أرباح الأسهم (22). وفي البورصة المصرية تم إطلاق نظام جديد للرقابة على التداول يهدف إلى زيادة قدرة البورصة على الرقابة على حركات التداول اليومية، والكشف عن كافة أشكال إساءة الاستخدام أو أية تداولات غير طبيعية أو مريبة في أسرع وقت ممكن. وفي سنة 2013 وضعت السوق المالية السعودية خطة متكاملة للانتقال إلى نظام التداول الإلكتروني، كما قامت بإصدار تعليمات جديدة لإدراج وتداول حقوق الأولوية، كما صدرت تعليمات خاصة بالشركات المدرجة والتي تجاوزت خسائرها المتراكمة 50% أو أكثر وآلية إفصاحها عن معلوماتها المالية وغير المالية لجمهور المستثمرين (23).

رابعا: تحديث أنظمة التسوية والحفظ المركزي:

في سنة 2000 بدأ الأردن مركز إيداع الأوراق المالية بتنفيذ المرحلة التجريبية للنظام الإلكتروني لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المسمى "نظام الايكوتير"، وهذا النظام مستعمل أيضاً في السعودية ومصر والإمارات والبحرين وقطر وفلسطين، وهو نظام سهل الاستخدام من حيث إمكانية تشغيله ببرمجيات معربة من جانب، وفي بالمعايير الدولية من جانب آخر (24). وذلك بهدف الحيابة المركزية للأوراق المالية المتداولة في البورصة وتحويلها من صورتها المادية إلى قيود دفترية لتسهيل وتبسيط والإسراع من تداولها فيما بين مختلف المساهمين بالإضافة إلى إجراء عمليات المقاصة وتنفيذ التسويات المالية للأوراق المالية التي يجري تداولها في البورصة. كما أقدمت هيئة الأوراق المالية ببورصة الإمارات في سنة 2011 على إدخال تعديلات على نظام التداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية، وعلى نظام الوسطاء وعلى نظام عمل السوق وذلك فيما يتعلق بآلية توزيع الأرباح، حيث أصبح توزيع الأرباح عبر الحسابات المصرفية اختيارياً وليس إلزامياً (25).

المحور الثاني: تطور الأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية.

يتناول هذا المحور دراسة أداء الأسواق المالية العربية من خلال مؤشرات حجم السوق المتمثلة في القيمة السوقية الإجمالية وعدد الشركات المدرجة، ومؤشرات السيولة المتمثلة في حجم التداول ومعدل دوران الأسهم، وأخيرا المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة.

أولاً: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية.

توجد عدة مؤشرات (معايير) لتحديد مدى تطور واتجاهات السوق. وفي نفس الوقت تعكس أداءها وتستعمل هذه المؤشرات لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، ومن بين المؤشرات التي تعبر عن درجة تقدم السوق المالية ونضجها هي:

1- مؤشرات حجم السوق: يقاس حجم السوق في الغالب بمؤشرين رئيسيين هما:

أ- **مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):** ويقصد به إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، كذلك تفسر بأنها قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق، أي أنها تشير إلى مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة. وفي الغالب ما تقاس هذه القيمة من خلال قسمة قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي (26). ويدل ارتفاع القيمة في هذا المؤشر على ارتفاع مستوى السوق أي كبر حجمها، من حيث زيادة عدد الأوراق المالية أو عدد الشركات المدرجة فيها، أو ارتفاع الأسعار الذي يعكس اتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا.

ب- **مؤشر عدد الشركات المدرجة:** يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق. بإعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الإستثمارات في الإقتصاد الوطني، الأمر الذي قد ينعكس إيجابا على الإقتصاد الوطني (27). إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا إلا أن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا.

2- مؤشرات سيولة السوق: يشير إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في السوق، وهناك مؤشران لقياس السيولة هما:

أ- **مؤشر حجم التداول:** يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية. إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، وحركة التداول تعني، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الإقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر القيمة السوقية، إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية (28).

ب- **مؤشر معدل الدوران:** يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للمعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق. ويكمل معدل الدوران نسبة رأس مال السوق، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة، فهي صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق ونشطة لارتفاع معدل الدوران (29). وبالتالي يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة (30).

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

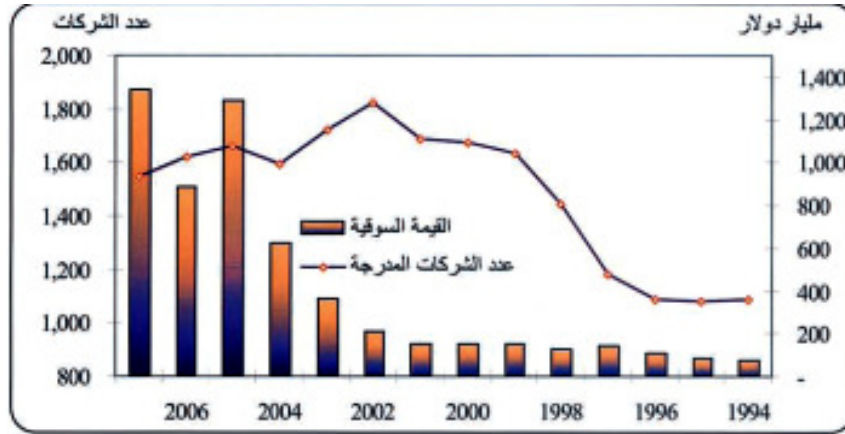
وكل هذه المؤشرات تعمل على توضيح الميل والإتجاه العام لتطور السوق وتقدمه ونضجه، كما تسهل عملية المقارنة بين مختلف أسواق الأوراق المالية (31).

أولاً: الأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية (1994-2006).

1- مؤشرات حجم السوق:

يتضمن مؤشر حجم السوق دراسة كل من القيمة السوقية الإجمالية والتي هي عبارة عن مجموع القيم السوقية لمجموع الأوراق المالية المتداولة في البورصات العربية وكذا عدد الشركات المدرجة فيها.

الشكل البياني رقم (01): تطور حجم أسواق الأوراق المالية العربية:



المصدر: براهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية، انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 09، أبو ظبي، 2009، ص 3.

أ- القيمة السوقية:

نلاحظ أن القيمة السوقية كانت متزايدة في أغلب الفترات حيث أخذت منحى تصاعدي باستثناء الفترة (1997-1998) بإنخفاض قدره 15.3% وبـ 0.7% في الفترة (1999-2000). وابتداء من سنة 2003 كانت هناك زيادات معتبرة ومضاعفة في القيمة السوقية، وذلك نتيجة للتطورات التي شهدتها الأسواق العربية (ارتفاع عدد الشركات المدرجة، انضمام بعض الأسواق إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي).

ورغم التطورات الهامة خلال عام 2006، شهدت أسواق الأوراق المالية العربية انخفاضا كبيرا على كافة المستويات، ويعزى هذا التراجع إلى جملة عوامل منها ارتفاع أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين السابقين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعيا نتيجة لضعف بنية هذه الأسواق والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها. (32)

ب- عدد الشركات المدرجة:

بالإضافة إلى الشكل أعلاه، يوضح الجدول الموالي تغيرات عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1994-2005).

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

الجدول رقم (01): التغير في عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية (1994-2005).

السنوات	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
عدد الشركات المدرجة	1089	1081	1091	1184	1446	1634	1672	1687	1826	1723	1517	1665
التغير	-	8-	10+	93+	262+	188+	38+	15+	139+	103-	126-	68+

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات صندوق النقد العربي.

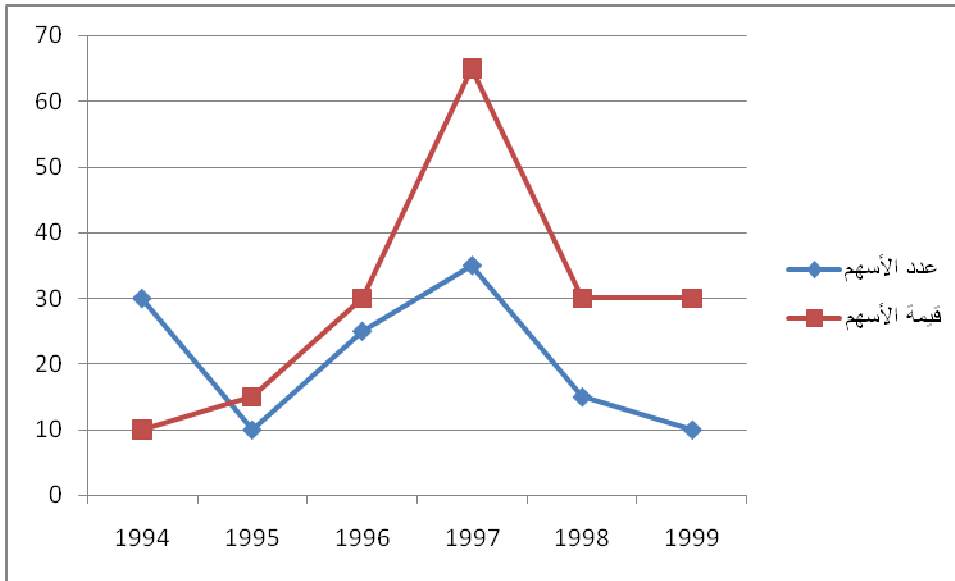
نلاحظ من الجدول أعلاه استمرارية تزايد عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية نظرا للتطورات التي عرفتها هذه الأسواق، خاصة انضمام أسواق عربية جديدة إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي كإنضمام بورصة الجزائر سنة 2003 وبورصة فلسطين سنة 2005.

2- مؤشرات السيولة:

تتمثل مؤشرات السيولة في حجم التداول الذي يعبر عنه بقيمة وعدد الأسهم المتداولة، إضافة إلى معدل دوران الأسهم الذي هو عبارة عن إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية.

أ- حجم التداول:

الشكل (02): تغيرات في قيمة وعدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية خلال الفترة (1994-1999).



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات صندوق النقد العربي.

من خلال هذا المنحنى يمكن القول أن هناك علاقة طردية تقريبا بين عدد الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة، حيث أن ادراج شركات جديدة في أسواق الأوراق المالية يؤدي إلى ارتفاع عدد الأسهم والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة.

كما شهدت أحجام التداول خلال عام 2003 ارتفاعا كبيرا مقارنة مع العام السابق، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية بنسبة 252.3% لتبلغ نحو 230.4 مليار دولار.

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال عام 2004 بنسبة 10% ليلعب 57 مليار دولار سهم، ويعود هذا الانخفاض بشكل أساسي إلى انخفاض عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 32.3%. (33)

وارتفع عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال سنة 2005 بنسبة 94.4% ليلعب 111 مليار سهم، وتشكل الأسهم المتداولة في سوق الكويت ما نسبته 47% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية. (34)

ب- معدل دوران الأسهم:

الجدول رقم (02): تطور معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية (1994-1999).

البيان	1994	1995	1996	1997	1998	1999
معدل دوران الأسهم %	14.49	17.71	28.28	43.90	28.92	23.86

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي الموحد، 2000، ص 29.

نلاحظ من خلال الجدول أن معدل دوران الأسهم في الأسواق العربية كان في تزايد مستمر منذ 1994 إلى غاية 1997 أين بلغ 43.9% لينخفض في السنتين الموالتين بعد ذلك، ويصل إلى 23.86% سنة 1999، وبعدها شهد تزيادا مستمرا، حيث ارتفع في السنة التي بعدها ولكن بنسبة طفيفة بلغت 0.8%.

وفي عام 2001 ارتفع معدل دوران الأسهم إلى 28% مما يشير إلى ارتفاع السيولة في إجمالي أسواق الأوراق المالية المشاركة في قاعدة بيانات الصندوق. (35)

ويمكن اعتبار عام 2003 عاما استثنائيا حيث ارتفع معدل الدوران بأكثر من 100% بعد أن كان 31% عام 2002، وسجل أعلى زيادة في السعودية حيث ارتفع من 47.6% إلى 101.1% في حين سجل أعلى انخفاض له ببورصة الجزائر أين بلغ 0.15%، ويعزى انخفاض هذه النسبة إلى أن التداول فيها يقتصر على يوم واحد في الأسبوع. (36) بالإضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة فيها.

وفي عام 2006 ارتفع معدل الدوران إلى 189% وبنسبة 111% سنة 2005، وسجلت أعلى زيادة في سوق الأسهم السعودي بنسبة 258%. (37) في حين قفز هذا المعدل إلى 91% سنة 2004 مما يدل على ارتفاع نسبة السيولة في هذه الأسواق.

3- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي:

يحتسب الصندوق مؤشراتته بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي. ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر لكل دولة على حدى، وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المعنية كأنها دولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية.

وعموما فقد عرف المؤشر المركب ارتفاعا مستمرا خلال الفترة (1994-1999) حيث تراوحت نسبة الزيادة من 8% إلى 16% بين سنة وأخرى، وبلغ أعلى نسبة له سنة 1997 بنسبة 138.4% لينخفض في العام الذي بعده ويرتفع سنة 1999 بنسبة 9.8%.

كما سجل المؤشر تراجعا في عامي 2000 و2001 حيث انخفض بنسبة 1.1% وسجل سوق المال بمصر أعلى انخفاض بما يقارب 34% وذلك بسبب ضعف أداء الشركات المدرجة في السوق بالإضافة إلى تخفيض سعر الجنيه مقابل الدولار سنة 2001.

ونتيجة لإستمرار الظروف الإقتصادية المواتية في الدول العربية، ارتفع المؤشر من 141.9 نقطة سنة 2003 إلى 215.7 نقطة سنة 2004، أي بزيادة نسبتها 52% وهو أعلى مستوى بلغه المؤشر منذ سنة

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

1994، ويعزى هذا الإرتفاع إلى زيادة السيولة بالإضافة إلى النتائج الإيجابية التي حققتها غالبية شركات المساهمة العامة المدرجة، وتجدر الإشارة إلى أن جميع مؤشرات الأسعار التي يحتسبها الصندوق لهذه الأسواق ارتفعت بإستثناء مؤشر بورصة الجزائر الذي انخفض بنسبة 2.3%. (38)

وعرف عام 2006 انخفاضا كبيرا في المؤشر بلغت نسبته 42% ليصل حوالي 237 نقطة نهاية عام 2006. ويعزى هذا التراجع إلى عدة عوامل أهمها الإرتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين الفارطين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعيا نتيجة لضعف نسبة هذه الأسواق، والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها. (39)

ثانيا: الأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية (2007-2008).

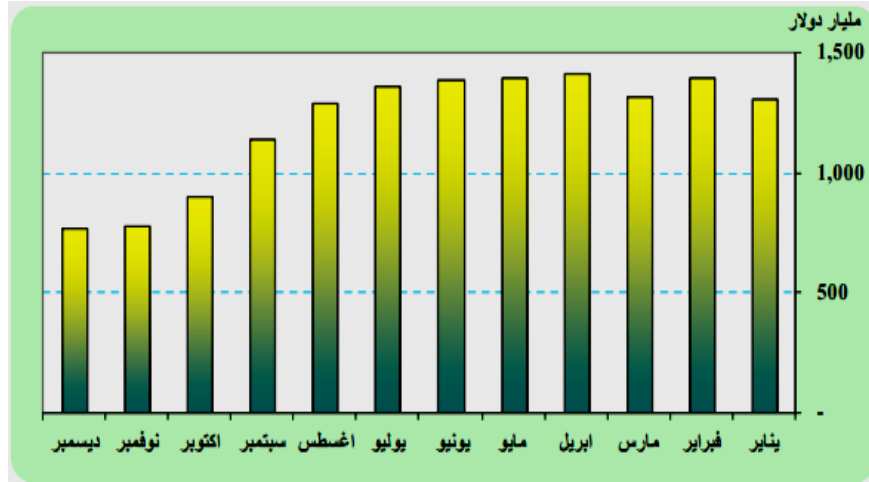
طالت الأزمة المالية الإقتصادية اقتصاد المنطقة العربية وأثرت على أسواقها المالية وهو ما أدى إلى انخفاض أغلب مؤشرات السوقية في النصف الثاني من عام 2008.

1- مؤشرات حجم السوق:

أ- القيمة السوقية:

شهدت الأسواق المالية العربية تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية وخاصة في النصف الثاني من سنة 2008، فبعد التحسن النسبي في الأداء خلال الفترة 2007 وبداية 2008 عاودت مؤشرات هذه الدول الهبوط، وانخفضت أحجام التداول وخسرت هذه الأسواق نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية خلال الفترة 2008، حيث بلغت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق 769.6 مليار دولار مقارنة بـ 1338 مليار دولار نهاية سنة 2007، بنسبة انخفاض 42%. (40)

الشكل رقم (03): إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال سنة 2008.



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي الموحد، 2009، ص 131.

ب- عدد الشركات المدرجة:

ارتفع العدد في معظم الأسواق العربية بإستثناء مصر ولبنان، حيث تصدرت سوق الأسهم السعودية قائمة الزيادات بنسبة 25% تليها سوق دبي للأوراق المالية بنسبة 20% والمغرب بنسبة 16%. (41) حيث وصل إجمالي عدد الشركات المدرجة إلى 1550 شركة مدرجة نهاية سنة 2007، وفي نهاية عام 2008 انخفض العدد إلى 1542 شركة مدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية. (42)

2- السيولة:

أ- حجم التداول:

انخفض عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2008 بنسبة 5.9% خلال عام 2008 ليلبلغ نحو 304 مليار سهم تم تداولها خلال 2007، وشكل عدد الأسهم المتداولة في أسواق السعودية والكويت والإمارات ما نسبته 87.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية. (43)

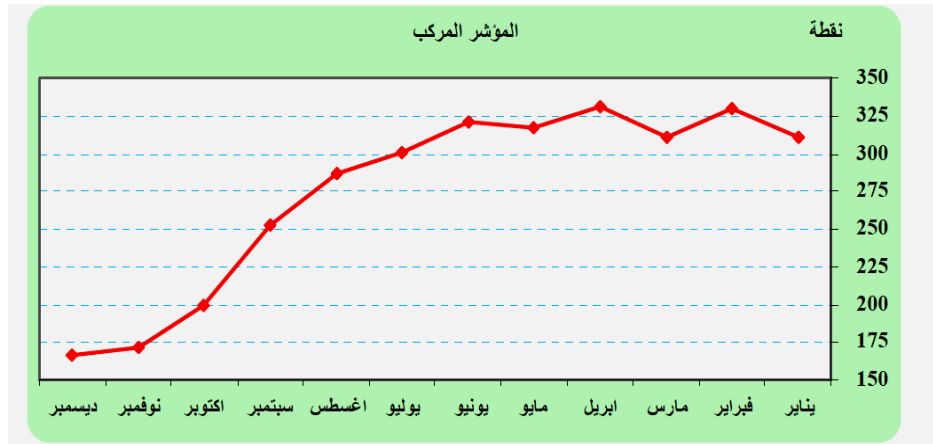
ب- معدل دوران الأسهم:

في سنة 2008 أتت الأسواق الخليجية الرئيسية في الطليعة حيث بلغت نسبة المؤشر 212% في سوق الأسهم السعودي (مقابل نسبة 429% عام 2006) و132% في دبي و107% في سوق الكويت للأوراق المالية. (44)

3- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي:

تراجع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لأسواق الأوراق المالية العربية سنة 2008 بنحو 49.4% بينما انخفض مؤشر ستاندرد أندبورز بنسبة 38.5% ومؤشر فوتسي بنحو 31.3% ومؤشر نيكاي بنحو 42.1% ومؤشر كاك بنحو 42.7%. (45)

الشكل رقم (04): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي عام 2008.



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي الموحد، 2009، ص 130.

انطلاق من المنحنى نجد أنه خلال الفترة من جانفي إلى جوان من سنة 2008، تميز المؤشر بالإرتفاع تارة والإنخفاض تارة أخرى، حيث ظل محصورا في المجال بين [300-330] تقريبا ومن ثم يمكن اعتبار هذه الفترة فترة استقرار. أما الفترة الممتدة من جوان إلى ديسمبر 2008 عرف المؤشر انخفاضا شديدا حيث تراجع من 325 نقطة تقريبا إلى 266.2 نقطة في ديسمبر، ويعزى هذا الإنخفاض إلى التقلبات الحادة أعقاب الأزمة المالية العالمية خلال النصف الثاني من سنة 2008، حيث انخفضت أسعار النفط من 147 دولار إلى حوالي 34 دولار للبرميل في ديسمبر 2008 (46)، وكان لهذا الإنخفاض الأثر السلبي على أداء أسواق الأوراق المالية العربية.

ثالثا: الأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية (2009-2013).

كان أداء أسواق المال العربية خلال سنة 2009 متفاوتا، مع ارتفاع أغلب المؤشرات سنة 2010، ولكن في سنة 2011 شهدت غالبية هذه الأسواق اضطرابات حادة، حيث تراجعت مؤشرات البورصات بشكل ملحوظ ومتسارع عاكسة مخاوف المستثمرين من تداعيات الأحداث (مثل الإضطرابات السياسية في مصر في 25 يناير 2011). ثم تحسنت هذه الأسواق نسبيا سنة 2012، إلا أن سنة 2013 كانت سنة مميزة للأسواق المالية العربية فإلى جانب ترقية بعض الأسواق إلى مرتبة الأسواق الناشئة كان أداء الأسواق المالية العربية بصورة مجتمعة أفضل من أداء جميع الأسواق المالية الناشئة.

1- مؤشر حجم السوق:

ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية بنسبة 8.9% لتصل إلى 983.8 مليار دولار نهاية ديسمبر 2010، مقابل 903.4 مليار دولار نهاية ديسمبر 2009، ومن ثم تكون الأسواق المالية العربية قد استعادت نحو 80.4 مليار دولار من خسائرها سنة 2010، ونحو 214.2 مليار دولار من خسائرها المسجلة خلال الفترة من منتصف عام 2008 حتى الربع الأول من عام 2009، وتعكس الزيادة في القيمة السوقية خلال عام 2010 تحسن مؤشرات الأسعار لعدد من الأسواق المالية العربية خلال العام. (47) وبسبب الإضطرابات السياسية التي عرفتها بعض الدول العربية خسرت البورصات العربية مجتمعة ما قيمته نحو 141 مليار دولار (قراءة 14% من قيمتها السوقية) وذلك خلال خمسة أسابيع فقط من الفترة الممتدة من 25 يناير إلى 04 مارس 2011. (48) الأمر الذي دفع بتدخل صناديق الإستثمار المحلية في بعض البورصات العربية الكبيرة، وقد استعادة جزء من الخسائر السابقة. وتقلصت إلى نحو 25 مليار دولار فقط نهاية الربع الأول، ثم تعزز الإستقرار النسبي خلال الربع الثاني لأغلب الدول العربية وخاصة النفطية منها. وفي النصف الثاني من سنة 2011 تأثرت البورصات العربية وخاصة تلك الأكثر ارتباطا بالأسواق العالمية بتفاقم أزمة مديونيات منطقة اليورو لتعاود مؤشرات أسعارها مجددا بالإنخفاض. ثم تحسنت هذه القيمة نسبيا سنة 2012 بـ 4.8% نتيجة تأثير عمليات زيادة رأسمال بعض الشركات القائمة وإدراج أسهم ثمان شركات جديدة من طرف السوق المالية السعودية (49). أيضا في سنة 2012 شهد مؤشري الأسعار الخاص بسوق دبي وأبوظبي الماليين، ارتفاعات كبيرة هي الأقوى منذ خمس سنوات، حيث تجاوزت نسبة الإرتفاع 107% في دبي ونحو 63% في أبوظبي، وقد ساهم في هذا التحسن حدثين مهمين هما ترقية سوق دبي وأبوظبي ودبي إلى أسواق ناشئة، وفوز دبي بإستضافة معرض أكسبو 2020، الأمر الذي ساهم في تحسن غالبية القطاعات المدرجة ومن أهمها قطاع الإستثمار والخدمات المالية، وقطاع البنوك وقطاع العقارات والإنشاءات (50).

وشهد عام 2013 تحسنا كبيرا في القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات العربية مقارنة مع سنة 2012، فقد ارتفعت هذه القيمة بنحو 24.2% لتبلغ نحو 1138 مليار دولار نهاية 2013 (أي استعادة ما يعادل حوالي 41.6% من الناتج المحلي الإجمالي لمجموع الدول العربية)، كما صاحب هذا الإرتفاع في القيمة السوقية تحسن في تدفق الإستثمار الأجنبي (51). وقد كانت أسواق كل من أبوظبي ودبي والسعودية أكثر البورصات العربية ارتفاعا من حيث القيمة السوقية خلال سنة 2013، حيث ساهم إدراج خمس شركات جديدة في السوق المالية السعودية. بلغت قيمتها السوقية نحو 3.42 مليار دولار بنهاية 2013- في ارتفاع القيمة السوقية للسوق المالية السعودية.

2- مؤشرات السيولة:

أ- أحجام التداول:

شكلت قيمة الأسهم المتداولة في سنة (06) أسواق فقط هي سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت وسوق الإمارات وبورصة قطر، بالإضافة إلى البورصة المصرية ما نسبته 93.9% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال سنة 2009. (52) كما تراجعت أحجام التداول بشكل كبير

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

خلال سنة 2010، مقارنة بما كانت عليه في العام السابق، فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة للعام الثاني على التوالي بنسبة بلغت 42٪ لتصل القيمة الإجمالية إلى نحو 380 مليار دولار عام 2010 مقابل 654 مليار دولار عام 2009.

واستمرت ظاهرة شح السيولة ملازمة للأسواق المالية العربية خلال عام 2011، وهو ما يرتبط بهيمنة المستثمرين الأفراد الذين لا يزالون يستحوذون على الجزء الأعظم من تداولات هذه الأسواق. فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال عام 2011 حوالي 393.4 مليار دولار، أي أعلى بنحو 3.2٪ مقارنة بسنة 2010.

وسجلت سنة 2013 تراجعاً في مستوى السيولة في الأسواق المالية العربية، بسبب التراجع الكبير في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية، رغم إدراج أسهم خمس شركات في هذه الأخيرة. وقد يعزى ذلك إلى عوامل منها تغير في سلوك المتعاملين من المضاربة إلى الإستثمار متوسط وطويل الأجل، وتوجه جزء من السيولة نحو الإستثمار العقاري، وفي شكل محافظ وصناديق إستثمارية إلى الأسواق المالية المجاورة. فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال هذه السنة حوالي 534.9 مليار دولار، أي أقل بنحو 90 مليار دولار مقارنة مع القيمة المسجلة نهاية سنة 2012 (53).

ب- معدل دوران الأسهم:

بالمقارنة مع سنة 2008 فإن غالبية الأسواق العربية شهدت تراجعاً في معدلات دوران الأسهم سنة 2009 وهذا انعكاساً لتداعيات الأزمة المالية، إلى جانب انخفاض نشاط التداول في عدد من الأسواق. (54)

وللإشارة سجلت بورصة الدار البيضاء أعلى معدل دوران للأسهم بين الأسواق العربية خلال عام 2010 بنسبة بلغت 76.4٪ تلتها البورصة المصرية والسوق المالية السعودية بنسبة 65.7٪ و 60.2٪ على التوالي. كما تراوح معدل دوران الأسهم بين 15٪ و 40٪ لدى أسواق عمان ودبي وقطر والخرطوم وفلسطين وتونس وكان دون ذلك في بقية الأسواق.

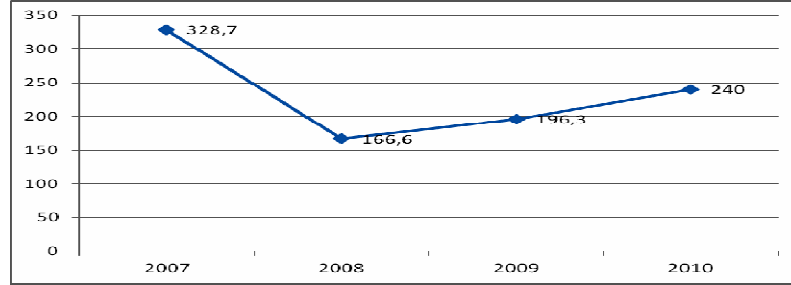
وبالمقارنة مع سنة 2009 فقد شهدت معظم الأسواق العربية تراجعاً في معدلات دوران الأسهم الأمر الذي يعكس مخاوف المتعاملين من الإنكشاف على الأسواق المالية العربية نظراً لتأثيرات الأزمة المالية من جهة وتداعيات أزمة ديون شركة دبي من جهة ثانية (55). كما قد ارتفع معدل دوران الأسهم من حوالي 38٪ عام 2010 إلى 44٪ سنة 2011. وسجل هذا المعدل تراجعاً ملموساً سنة 2013 لمجموع البورصات العربية مقارنة مع سنة 2012، ليصل هذا المعدل إلى نحو 47٪ مقابل نحو 66٪ سنة 2012، والسبب في ذلك التراجع الكبير لهذا المعدل في السوق المالية السعودية. وسجل هذا المعدل تراجعاً ملموساً سنة 2013 لمجموع البورصات العربية مقارنة مع سنة 2012، ليصل هذا المعدل إلى نحو 47٪ مقابل نحو 66٪ سنة 2012، والسبب في ذلك التراجع الكبير لهذا المعدل في السوق المالية السعودية. (56)

3- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي:

ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي سنة 2010 بحيث سجل أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة نسبة 7.3٪ ليصل إلى نحو 240 نقطة في نهاية عام 2010، ويوضح الشكل الموالي تغيرات المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في سنة 2009، وسنة 2010.

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

الشكل رقم (05): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعامي 2009 / 2010 الوحدة: نقطة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات من تقارير صندوق النقد العربي.

من خلال المنحنى أعلاه نجد أنه خلال الفترة (جانفي/مارس) 2009 قد واصل المؤشر انخفاضه الذي بدأه في النصف الثاني من سنة 2008 متأثراً بالأزمة المالية العالمية، ليعاود الإرتفاع بداية من الثلث الثاني لسنة 2009، ويعكس هذا الإرتفاع التعافي النسبي الذي مس الأسواق العربية خلال النصف الثاني من سنة 2008 وبداية 2009 وخلال سنة 2010.

ونلاحظ من الشكل أيضا خلال سنة 2009 أن المؤشر تذبذب حيث وصل ارتفاعه إلى 200 نقطة ثم انخفض وهذا بسبب أزمة ديون دبي التي أثرت خاصة على بورصات دول الخليج. ويعزى ارتفاع المؤشر إلى عوامل إقتصادية وسياسية عديدة خاصة في سنة 2010 أبرزها الإنعكاسات الإيجابية على اقتصاديات دول مجلس التعاون من ارتفاع أسعار النفط وعائداته خلال العام وما ترتب عليه من نمو الإنفاق الحكومي وإطلاق المشاريع (57).

وسجل هذا المؤشر تراجعاً خلال سنة 2011 بنحو 11.8% (58). ثم سجل هذا المؤشر ارتفاعاً كبيراً، بنهاية عام 2013 بلغت نسبته 18.6%، وبمقارنة أداء البورصات العربية مجتمعة مع أداء البورصات العالمية والناشئة كما يعكسها هذا المؤشر، كان أداء البورصات العربية تماشياً مع أداء الأسواق المالية العالمية وأفضل بشكل واضح من أداء الأسواق المالية الناشئة (59).

خاتمة:

قامت الدول العربية بإنشاء أسواق مالية بعد إدراكها للدور الإقتصادي الكبير الذي تلعبه هذه الأسواق، وعملت منذ نشأتها على تكيف أطرها القانونية والتشريعية مع متطلبات المالية الدولية، حيث شهدت الأسواق المالية العربية تطورات هامة على الصعيدين التشريعي والتنظيمي، وعلى العموم نستطيع القول أن أداء أسواق الأوراق المالية العربية قد عرف منحى تصاعدي سواء من ناحية القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة أو من ناحية مؤشرات السيولة، وتزايد حجم التداول في هذه الأسواق وذلك بإرتفاع القيمة السوقية للأسهم المتداولة نتيجة زيادة عدد الأسهم المتداولة والمتأثرة من ارتفاع عدد الشركات المدرجة بالإضافة إلى الإنضمام المتتالي لمختلف الأسواق المالية العربية إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي. وبالتالي يعكس هذا الأداء المقبول للأسواق المالية العربية الإصلاحات الكبرى والتطورات التي عرفتها هذه الأسواق والمتعلقة بالشفافية والإفصاح وتطوير أنظمة التداول بالإضافة إلى تعزيز الدور الرقابي بالبورصة ومن ثم مواكبة أحدث التقنيات المطبقة، ومن بين نتائج هذه الدراسة نجد:

1- عرفت أسواق الأوراق المالية العربية تطورات هامة في تشريعاتها وتنظيمها، من بينها:

- قيام معظم البورصات العربية بفصل الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد والتداول في البورصة.

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

- إبراز دور البورصة.
- الانتقال من نظام تداول يعتمد على نظام يدوي تقليدي إلى نظام آلي إلكتروني.
- إعطاء أهمية للإفصاح المالي لضمان فرص متكافئة وحرية للسوق.
- تنظيم مهنة الوساطة المالية وإنشاء مؤسسات الخدمات المكتملة في السوق مثل شركات المقاصة والحفظ المركزي.
- 2- لعبت القوانين والتعليمات الصادرة من قبل السلطات الرقابية والتشريعية الخاصة بأسواق المال العربية في تحسين أدائها، فضلا عن عمليات الإفصاح المالي وإصدار وإدراج وتداول الأدوات المالية، وكذلك مواكبة أحدث التقنيات المطبقة بالأسواق المالية العالمية خاصة تلك المتعلقة بأنظمة التداول والحفظ المركزي.
- 3- كان تأثير الأزمة المالية العالمية (لسنة 2007) على الأسواق المالية العربية متفاوتا:
 - ففي المجموعة الأولى: والتمثلة في دول مجلس التعاون الخليجي والتي تعد أكثر ارتباطا بأسواق المال الدولية، تأثرت بالأزمة خاصة بإعتمادها على إيرادات نفطية في تمويل مشاريعها الكبرى.
 - المجموعة الثانية: نتيجة الإنكشاف المحدود لدول هذه المجموعة على أسواق المال العالمية، تأثرت دول هذه المجموعة بشكل قليل بالأزمة المالية العالمية.
 - المجموعة الثالثة: تأثرت هذه المجموعة بإنخفاض الطلب على النفط الناجم عن الركود العالمي، ونتيجة لإنغلاق القطاع المصرفي والمالي لهذه الدول، لم يتأثر هذا الأخير بالأزمة المالية العالمية.
- 4- حققت البورصات العربية أداء جيدا قبل الأزمة (قبل سنة 2007)، ثم شهدت مختلف مؤشرات أداء البورصات العربية انخفاضات وتقلبات كبيرة خاصة في النصف الثاني من سنة 2008، خاصة فيما يتعلق بإنخفاض القيمة السوقية الإجمالية والتراجع الكبير في المؤشر المركب لصندوق النقد العربي.
- 5- سرعان ما بدأت البورصات العربية تتعافى نسبيا ولكن لم تتجاوز الخسائر التي منيت بها هذه البورصات خاصة الخليجية منها (خاصة بسبب أزمة ديون دبي).
- 6- خسرت البورصات العربية مجتمعة نحو 110 مليار دولار من قيمتها السوقية خلال عام 2011، نتيجة الإضطرابات السياسية التي شهدتها بعض الدول العربية.
- 7- ساهم اضطراب المشهد السياسي في بعض الدول العربية والتخفيضات المتكررة من قبل وكالات التصنيف الدولية في بداية سنة 2012 بشكل كبير في تراجع مؤشرات أسواقها المالية.
- 8- عاودت الأسواق المالية العربية تحسنها خلال النصف الثاني من عام 2012 مدفوعة بتحسن مؤشرات ربحية عدد من الشركات القيادية في هذه الأسواق.
- 9- قد يساهم تغير في سلوك المتعاملين من المضاربة إلى الإستثمار متوسط وطويل الأجل، وتوجه جزء من السيولة نحو الإستثمار العقاري، أو إلى الإستثمار في الدول المجاورة، إلى تراجع مستوى السيولة، وهذا ما حدث في بعض الأسواق المالية العربية سنة 2013.
- 10- امتاز عام 2013 بترقية بعض الأسواق المالية الدولية إلى مرتبة الأسواق الناشئة في خطوة تعكس تطور هذه الأسواق، بما يتماشى مع المعايير وأفضل الممارسات الدولية.

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

11- صاحب الإرتفاع في القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية إلى نحو 1138 مليار دولار نهاية عام 2013، تحسن في تدفق الإستثمار الأجنبي (صافي تدفق موجب، وذلك لأول مرة منذ ست سنوات).

المراجع والهوامش:

- 1- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2003، ص ص 13 - 17.
- 2- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 18.
- 3- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2005، ص ص 21 - 22.
- 4- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2009، ص 134
- 5- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2011، ص 145.
- 6- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2012، ص 161.
- 7- نفس المرجع، ص 163.
- 8- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2013، ص 160.
- 9- نفس المرجع، ص 161.
- 10- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2014، ص 166.
- 11- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2005، ص 19.
- 12- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2012، ص 161.
- 13- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2013، ص 161.
- 14- نفس المرجع، ص 160.
- 15- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2014، ص 165.
- 16- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2001، ص ص 240 - 241.
- * - مجموعة التسعير الثابت: هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال عملية التداول ويمثل آخر سعر توازن تأثيري عند الإفتتاح.
- ** - مجموعة التسعير المستمر: هي مجموعة الأوراق المالية التي تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار والتي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة.
- 17- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2002، ص ص 118-121.
- 18- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2003، ص ص 13 - 17.
- 19- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2004، ص ص 13 - 17.
- 20- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2005، ص 20.
- 21- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 133.
- 22- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2013، ص 161.
- 23- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2014، ص 165.
- 24- علي بوعبدالله، أثر الأسواق المالية الناشئة على سعر الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2014، ص 307.
- 25- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2012، ص 161.
- 26- الشريف ربحان والطاوس الحمداوي، بورصة الجزائر (رهانات وتحديات التنمية الإقتصادية)، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والإجتماعية، جامعة عنابة، العدد 34، سنة 2013، ص 12

قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية

- 27- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها)، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 212.
- 28- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 179.
- 29- عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 215.
- 30- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 179.
- 31- Jean-Mark Béguin et Arnaud Bernard, L'essentiel des techniques bancaire, eyrolles, Paris, France, 2010, p135.
- 32- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2007، ص 143.
- 33- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2005، ص ص 16- 18.
- 34- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2006، ص ص 136- 137.
- 35- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 124.
- 36- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 20.
- 37- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2007، ص 145.
- 38- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2005، ص 16.
- 39- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2007، ص 143.
- 40- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 16.
- 41- نفس المرجع، ص 137.
- 42- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2009، ص 132.
- 43- نفس المرجع، ص 132.
- 44- نفس المرجع، ص 133.
- 45- نفس المرجع، ص 130.
- 46- علي محيي الدين القرّة داغي، الأزمة المالية العالمية (دراسة أسبابها، وأثارها، ومستقبل الرأسمالية بعدها، علاجها من منظور الإقتصاد الإسلامي وكيفية الإستفادة منها في عالمنا الإسلامي)، ط1، دار البشائر الإسلامية، 2009، ص 57.
- 47- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2011، ص 141.
- 48- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2012، ص 151.
- 49- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2013، ص 153.
- 50- نفس المرجع، ص 156.
- 51- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2014، ص 155.
- 52- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2010، ص 159.
- 53- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2014، ص 158.
- 54- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2010، ص 159.
- 55- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2011، ص 143.
- 56- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2014، ص 158.
- 57- علي بو عبد الله، مرجع سابق، ص 329.
- 58- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2012، ص 154.
- 59- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2014، ص 157.