

آليات وعوامل رفع كفاءة أسواق الأسهم العربية

Mechanisms and factors of the of Arab stock markets efficiency raising

د. صلاح الدين نعاس^{*1}¹ جامعة غرداية (الجزائر)، saladinn@yahoo.com

تاريخ الاستلام: 2019-05-04 تاريخ القبول: 2019-05-28 تاريخ النشر: 2019/06/30

Abstract :	ملخص:
<p>The Capital market "CM" play an important role in economic life, the "CM" is the most important channels through which operates the allocation of financial resources and directed towards various sectors, and provide liquidity for clients as well as reducing the cost of information and conflict among stakeholders. This study aims to Evaluating the Performance of Arab Stock Exchanges for the period from 2007-2017, As well as to identify the methods and procedures to increase their efficiency.</p> <p>The study concludes that the Despite the passage of a long time to create of Arab Stock Exchanges, but they are still moving towards growth despite the reforms undertaken by each state separately in its domestic market, and despite the great efforts made by the Arab countries for the development of the financial sector among themselves, but these markets are still face many obstacles, which represents the common features among them prevented the achievement of efficiency and effectiveness.</p> <p>Keywords Efficient market, Information, Arab Stock exchanges, Investment awareness, Market index.</p>	<p>تلعب أسواق رأس المال دورا هاما في الحياة الاقتصادية المعاصرة، إذ تمثل إحدى القنوات الاقتصادية الهامة التي تعمل على تخصيص الموارد المالية وتوجيهها نحو مختلف القطاعات، وتوفير السيولة للمتعاملين إضافة إلى تقليل من تكلفة المعلومة والصراع بين أصحاب المصالح. تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أداء البورصات العربية خلال الفترة 2007-2017، وكذا التعرف على الطرق والإجراءات الواجب توفرها للرفع من مستوى كفاءتها.</p> <p>خلصت الدراسة إلى أنه بالرغم من مرور مدة زمنية طويلة على إنشاء البورصات العربية إلا أنها ما زالت تسير نحو النمو رغم الإصلاحات التي قامت بها كل دولة على انفراد في سوقها المحلي، ورغم الجهود الكبيرة التي بذلتها البلدان العربية لتطوير القطاع المالي فيما بينها، إلا أن هذه البورصات لا تزال تواجه العديد من العوائق، التي تمثل سمات مشتركة بينها حالت دون تحقيق الكفاءة والفاعلية والترابط بينها.</p> <p>الكلمات المفتاحية سوق كفاء، معلومات، بورصات عربية، وعي استثماري، مؤشر سوق.</p>
JEL Classifications A10, F30, G10	

1. مقدمة:

شهدت أسواق رأس المال "CM" تطورات هائلة خلال السنوات الأخيرة سواء من حيث الأدوات المالية المبتكرة أو من حيث التغيرات الهيكلية في تقسيماتها واستحداثها وتطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول، الأمر الذي جعل دول العالم المختلفة تبذل جهود مكثفة لمواكبة هذه التغيرات ومن بينها الدول العربية التي حرصت على إنشاء وتطوير بورصاتها نظراً لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة، ناهيك عن جذب الاستثمارات الأجنبية، وتختلف البورصات العربية من حيث نشأتها وتطورها من دولة إلى أخرى نظراً لاختلاف تجاربها إلى حد كبير، حيث تفتقر بعض الدول العربية إلى النوعية والحجم الكافي من النشاط الاقتصادي والتجاري لتيسير إنشاء أسواق مالية محلية، في الوقت التي تبذل فيه بعض الدول جهوداً لإنشاء أسواق مالية متكاملة تتزامن مع الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي تسير فيها، في حين تتوفر بعض الدول العربية على أسواق مالية ولكن نشاطها ضعيف جداً لقلة عدد الشركات والمتعاملين وحجم التداول، وتحتاج إلى مزيد من الجهود لتطوير البنية الأساسية والأطر القانونية والتنظيمية، وتوجد دول عربية أخرى بها أسواق نشطة ومتطورة إلى حد ما، جعل بعضها يرتقي إلى مرتبة الأسواق الناشئة أو مرشحة لأن تكون كذلك.

ومن خلال هذا الطرح يمكن صياغة إشكالية الدراسة على النحو التالي:

ما هي متطلبات الواجب توفرها من أجل تطوير ورفع كفاءة البورصات العربية؟

لمعالجة هذه الإشكالية قمنا بتحليلها إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

◀ ما هو واقع البورصات العربية خلال الفترة 2007-2017؟

◀ هل تعتبر البورصات العربية كفؤة وقادرة على توفير المعلومات لكل المتعاملين فيها؟

◀ ما هي الطرق والإجراءات الواجب توفرها لتحقيق كفاءة البورصات العربية؟

1.1. أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى:

- تسليط الضوء على فرضية كفاءة سوق رأس المال؛

- البحث في خصوصية البورصات العربية وتطورات أداؤها؛

- إبراز أهم الإجراءات والأساليب التي من شأنها تنشيط البورصات العربية.

لمعالجة الإشكالية المطروحة، تم تقسيم البحث إلى أربع أجزاء، بعد المقدمة، يستعرض الجزء الثاني خلفية نظرية لفرضية كفاءة سوق رأس المال، يلي ذلك تقييم أداء البورصات العربية خلال الفترة 2007-2017، بينما يبرز الجزء الرابع متطلبات رفع كفاءة البورصات العربية، الجزء الخامس يستعرض النتائج.

2. فرضية كفاءة سوق رأس المال The Efficiency of capital Market:

حازت العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين البيانات المالية للمؤسسة المصدرة لتلك الأوراق، أهمية كبيرة بالنسبة لإدارة المؤسسة والمستثمرين الحاليين والمرتقبين، لذا نجد هذه الأطراف تهتم بأسعار الأوراق المالية وبتأثير المعلومات عليها، نظراً لما يرتبط بتلك الأسعار من نتائج اقتصادية لها تأثير على كل من المستثمر والمؤسسة، وبذلك تشير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والبيانات والمعلومات إلى مفهوم عرف اهتماماً كبيراً سواء على مستوى المحاسبي أو المالي، هو مفهوم كفاءة أسواق رأس المال. يعود أول مفهوم لكفاءة سوق رأس المال إلى الباحث (Fama 1970) الذي عرّف السوق الكفاء على أنه "ذلك السوق الذي تكون أسعار الأوراق المالية به تعكس أنياً وكلياً كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية، الجارية والمتوقعة"¹.

ينص المفهوم أعلاه أن الأسواق تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسواق الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إليها، والمتعلقة أساساً بالمؤسسات المصدرة للأوراق المالية أو حقل النشاط الذي تنتهي إليه أو الاقتصاد الوطني ككل، وقد تكون تلك المعلومات الواردة سارة وتبشّر بمستقبل زاهر للمؤسسة المعنية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها فترتفع أسعارها، كما قد تكون غير سارة، مما يجعل الكثير من المستثمرين يتخلّون عن أسهمها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة العرض عليها فتنخفض أسعارها، وفي ظل هذه الفرضية هل يمكن التعلّب على السوق؟

حسب هذه الفرضية تتوفر المعلومات ذات الصلة لدى جميع المستثمرين وبدون تكلفة، عندئذ تصبح حظوظهم في الحصول على العوائد متساوية تقريباً²، ولا يمكن لأحدهم تحقيق أرباح غير عادية Ubnormal Return والتعلّب على السوق beat the market، ذلك لأنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وترجمتها في سعر الورقة المالية، الأمر الذي يترتب عليه تساوي القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية، وهذا يعني أن القيمة السوقية هي قيمة عادلة وتُقدم إشارة صحيحة ودقيقة على اتجاه كفاءة تخصيص الموارد، وبالتالي من جهة يحقق جميع المتعاملين في السوق نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر، ومن جهة أخرى لا يمكن توقع نمط معين لاتجاه تغيرات الأسعار³، يعني ذلك من ناحية أخرى أنه لن تكون هناك فرصة للمتاجرة أو المضاربة بمفهومها الغربي Speculation والتي تقوم عليها الأسواق ذات السمعة والصيت العالمي، لأن أسعار الأوراق المالية تعكس كل المعلومات المتاحة وبالتالي فإنه من المستحيل إيجاد أوراق مالية مسعرة بأقل وأكبر من قيمتها، وفي حالة اعتقاد المضاربين باكتشافهم ذلك فإنهم من الطبيعي قد فقدوا قدرًا من المعلومات الجوهرية، إلا أنه أحياناً وعن طريق الصدفة يحقق البعض منهم أرباحاً عالية. بالرغم من كل التوضيحات التي قدّمها Fama إلا أنه وجهت العديد من الانتقادات لافتراضاته، منها إغفاله لتكاليف المعلومات الواردة إلى السوق، ممّا أدى بالباحث (1978) Jensen إلى تقديم مفهوم للسوق الكفاء قائلاً "يكون السوق كفوًا بالنسبة لمجموعة من المعلومات الواردة، في الحالة التي لا يمكن تحقيق أرباح على أساس تلك المعلومات، وأن الأرباح هي معدل المددودية المرجح بالمخاطرة وصافي التكاليف"⁴.

يرى Fama أن تعريف الذي قدّمه Jensen أقل تقييداً وأقرب إلى الواقع في ظل وجود تكاليف الصفقات وتكاليف المعلومات، حيث قام (1991) Fama بتعديل مفهومه الأول بما يتوافق مع مفهوم Jensen (الأرباح الإضافية = التكاليف الإضافية) حيث يرى "أنه في السوق الكفاء تعكس الأسعار المعلومات حتى تصل إلى مرحلة المنفعة الحدية، حيث إن الاستفادة من المعلومات في سبيل تحقيق الأرباح تساوي التكاليف الإضافية الناتجة عن استغلال تلك المعلومة"، ويقول Fama أن المنافسة بين المستثمرين تجعل العائد من استخدام معلومات عن أسعار الأسهم متكافئاً مع تكلفة تلك المعلومات⁵.

ترتكز فرضية السوق الكفاء على وجود الافتراضات الأساسية التالية⁶:

- شفافية المعلومات ولحظية انتقالها لكافة المتعاملين، وبدون تكلفة تذكر، وعليه فإن توقعات المتعاملين متشابهة ومتجانسة، نتيجةً لتمائل المعلومات التي يتحصل كل واحد منهم؛
- عدم وجود أي قيود على التعامل من تكاليف المعاملات في الأصول المالية، كما أنه لا توجد أية قيود تحدّ من حرية المتعاملين في أسواق رأس المال⁷؛
- وجود عدد كبير من البائعين والمشترين للأوراق المالية على النحو الذي لا يمكن لأيّ منهم التأثير على أسعار السوق، ويتنافسون بشدة بينهم حيث كل واحد يسعى للتنبؤ بالقيم السوقية المستقبلية؛
- اتّصاف المستثمرين بالعقلانية والرشادة Rationality، بحيث يسعى كل واحد منهم إلى تعظيم منفعته المتوقعة؛

• المراجعون يزيلون آثار المستثمرين غير العقلانيين على السوق.

اقترح fama (1970) ثلاثة صيغ للكفاءة على أساس المعلومات التي تتضمنها مجموع المعلومات المتاحة وتمثل في الصيغة الضعيفة للكفاءة وتعني أن المعلومات التاريخية المتعلقة بما يحدث من التغيرات الماضية لأسعار الأوراق المالية وحجم التعاملات عليها لا تؤثر في سعر السهم المستقبلي، والصيغة المتوسطة التي تشير إلى قدرة الأسعار على استيعاب وعكس المعلومات العامة، والصيغة القوية التي يقصد بها أن أسعار الأسهم تعكس بشكل فوري كل المعلومات التاريخية والعامة المتاحة للمتعاملين بما في ذلك المعلومات الخاصة⁸.

3. تقييم أداء البورصات العربية خلال الفترة 2007-2017:

تم اختيار في هذه الدراسة أربع بورصات عربية وهي: سوق الأسهم السعودي، سوق أبوظبي للأوراق المالية، بورصة قطر للأوراق المالية وبورصة الجزائر، وهذا الاختيار له ما يبرره، فكما هو معلوم فإن البورصات الخليجية المختارة تعتبر من بين الفاعلين الأساسيين في الاقتصاد العالمي، فضلاً عن تشابك علاقاتها الاقتصادية والمالية، كما تتميز برسمة سوقية كبيرة وأحجام تداولية معتبرة وفقاً لتقرير صندوق النقد العربي، وتم إضافة البورصة الجزائرية لحداتها رغم الفارق الكبير من حيث الخصائص مع بقية البورصات السابقة الذكر.

حققت البورصات محل الدراسة منذ تأسيسها تطوراً ملحوظاً من حيث مؤشرات الكفاءة الأسواق باستثناء بعض الاضطرابات المالية الناجمة عن الأزمات المالية، وهو ما يؤكد توجهات تلك الاقتصاديات إلى الاعتماد على أسواق رأس المال في تمويل الاقتصاد وتخفيف العبء على القطاع المصرفي، لذا نهدف من خلال هذا العنوان إلى عرض تطور أداء البورصات المدروسة خلال الفترة 2007-2017، وذلك باستخدام مجموعة من المعايير والمؤشرات للوقوف على أدائها ودرجة تقدمها ونضجها نذكر منها: مؤشرات السوق، الرسملة البورصية وعدد الشركات المدرجة، قيمة الأسهم المتداولة وعدد الأسهم المتداولة.

1.3. دراسة تطور مؤشرات أسعار الأسهم في البورصات المدروسة:

شهدت أسواق رأس المال العربية المدروسة خلال عام 2008 تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية خاصة في النصف الثاني من عام 2008 فبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق خلال عام 2007، إلا أنه في بداية عام 2008 عاودت مؤشرات هذه الأسواق إلى الهبوط وانخفضت أحجام التداول وتكبدت خسائر كبيرة، ويرجع معظم المحللين هذا التراجع الحاد إلى تخوف وعدم ثقة المستثمرين بالأوضاع المالية العالمية، مما أدى إلى خروج الاستثمارات منها، وكذلك التأثير السلبي لأسعار النفط ومشتقاته بسبب التراجع الحاد في الطلب العالمي عليهما، وفقاً لحالة الركود التي ضربت الاقتصاديات والأسواق في العالم، فضلاً عن ارتباط عملات الدول العربية المدروسة بالدولار، ويأتي سوق الأسهم السعودي متبوعاً بسوق أبوظبي للأوراق المالية في صدارة ترتيب البورصات العربية من حيث قيمة التراجع بواقع 57.02%، و47.49% على التوالي، وهذا يدل على انفتاح تلك البورصات على الأسواق المالية العالمية، كما تراجعت البورصات عموماً بنسب أعلى من نسب التراجع التي شهدتها معظم الأسواق الناشئة والدولية⁹، في حين نجد بورصة الجزائر بعيدة عن تأثير الأزمة.

وفي سنتي 2009-2010 تحسّن أداء الاقتصاديات العربية المدروسة نوعاً ما إلى جانب التحسّن الذي شهدته غالبية الأسواق المالية العالمية الناشئة، بسبب قيام الجهات الحكومية المختصة باتخاذ العديد من التدابير في مجال السياسات المالية والنقدية وغيرها بهدف التخفيف من الأثر السلبي للأزمة العالمية، مما أدى إلى استمرار المنحنى التصاعدي التدريجي لمؤشرات الأسواق المالية¹⁰ خلال عامي 2009-2010 بصورة عامة مستفيدة بذلك من التحسن في أسعار النفط، غير أن هذه المؤشرات لم تصل إلى

آليات وعوامل رفع كفاءة أسواق الأسهم العربية

مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، المجلد 4، العدد 1، السنة 2019 ص:50-64

المستويات التي حققتها قبل الأزمة المالية العالمية في معظم الأسواق¹¹، حيث تأثرت تلك الارتفاعات أو التعافي للأسواق الخليجية بأزمة مشكلة ديون شركات دبي في الأشهر الأخيرة من عام 2009.

شهدت أسواق رأس المال السعودية وأبوظبي نموًا خلال عام 2012 بعد هبوط كبير خلال عام 2011 نتيجة التطورات الحاصلة والإضطرابات في بعض البلدان العربية والتي أثارت مخاوف المستثمرين، حيث شكّل إنتعاش في بورصتي المملكة العربية السعودية ودولة أبوظبي حوالي 80% من نمو البورصات العربية كاملة خلال تلك الفترة.

حققت مؤشرات أداء الأسواق المالية السعودية، أبوظبي وقطر تطوراً ملحوظاً خلال نهاية عام 2013، وبوتيرة أفضل مما كانت عليه -عكس بورصة الجزائر التي شهدت انخفاضاً-، حيث وصلت مؤشرات أسعار هذه البورصات إلى مستويات قياسية جديدة لم تسجلها منذ الأزمة المالية العالمية في منتصف عام 2008، نتيجة تفاؤل المستثمرين حول الأوضاع الاقتصادية والمالية والسياسية خلال تلك الفترة، وفي سنة 2014 سجلت المؤشرات السعرية لغالبية الأسواق المالية انخفاضاً، ويرجع السبب في ذلك التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية التي انخفضت بنحو 50% خلال الثلث الأخير من سنة 2014.

واصلت المؤشرات السعرية للأسواق المالية السعودية، أبوظبي وقطر بصورة عامة تراجعها خلال الربع الرابع من سنة 2015، بالمقارنة مع مستوياتها المسجلة بنهاية سنة 2014، جاء ذلك انعكاساً لانخفاض أسعار النفط العالمية وتداعياته على الأداء الاقتصادي للدول العربية المصدرة للنفط، إلى جانب انعكاسات تطورات الاقتصاد العالمي وأسواق المال العالمية، وتحديدًا التراجع في الأسواق المالية الصينية، إلى جانب انعكاسات مخاوف تباطؤ النمو الاقتصادي وتداعياته مخاوف رفع البنك الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة، حيث ساهمت هذه العوامل مجتمعةً في الضغط على الأسواق المالية¹².

سجلت البورصات قيد الدراسة تحسُّناً خلال سنة 2016 جاء ذلك انعكاساً لعدة عوامل من أهمها التحسُّن الذي عرفته أسعار النفط العالمية بنهاية هذا العام على أثر اتفاق منتجي النفط الرئيسيين على تخفيض كميات الإنتاج، بينما كان الأداء متبايناً خلال سنة 2017 بالمقارنة مع مستويات المسجلة السنة الماضية، ويعزى ذلك إلى انحسار التذبذب في أسعار النفط العالمية واستقرارها عند مستويات مقبولة بين المنتجين والمستهلكين، وذلك بعد التوقعات بتمديد الاتفاق بين المنتجين الرئيسيين للنفط على إبقاء كميات الإنتاج ضمن مستويات منخفضة، إلى جانب التطورات الجيوسياسية لدول العربية.

الجدول رقم (1): تطور مؤشرات المحلية لأسعار الأسهم بالبورصات المدروسة خلال الفترة 2007-2017

السعودية Tadawul	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
السعودية Tadawul	11176	4803	6121.8	6620.8	6417.7	6801.2	8535.6	8333.3	6911.8	7210.4	7283.0
قطر DSM-200	9580.5	6886.1	6959.2	8681.7	8779	8358.9	10379.6	12285.8	10429.4	10436.8	8312.4
أبوظبي ADSMI	4551.8	2390	2743.6	2711.1	2402.3	2630.9	4290.3	4528.9	4307.3	4546.4	4397.4
الجزائر Dzair	1000	1010.88	1018.66	1228.61	1450.26	1289.51	1073.89	1187.38	1288.51	1293.28	1228.23

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي خلال الفترة 2007-2017، وموقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz>

(2017/10/11).

2.3. تحليل تطور أحجام البورصات المدروسة:

يعد اتساع حجم السوق مؤشراً إيجابياً دالاً على تطور نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وكذا تطور سوق رأس المال، ويمكن قياسه من خلال الرسملة البورصية وكذا عدد الشركات المدرجة، وفيما يلي تحليل لحجم البورصات محل الدراسة.

1.2.3. تطور الرسملة البورصية للبورصات العربية المدروسة:

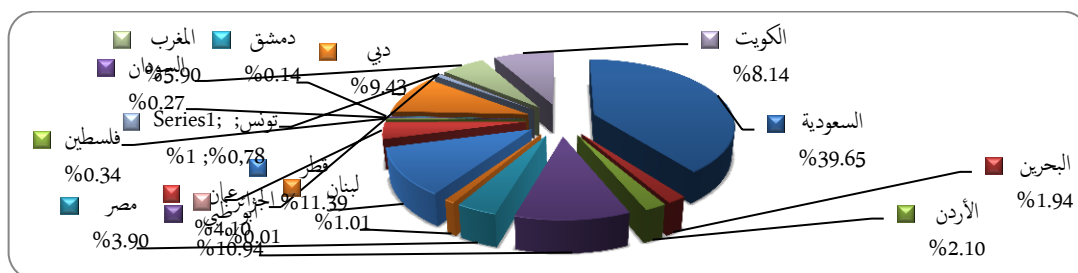
وفقاً لإحصائيات الصندوق النقد العربي الواردة في الجدول (2)، سجلت الرسملة البورصية في الدول العربية المدروسة خلال الفترة 2007-2017 تذبذباً ملحوظاً، فبالنسبة لسنة 2007 فقد شهدت قيم الرسملة البورصية تطوراً ملحوظاً بسبب الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الدول في مجال تحسين البيئة المؤسسية والتنظيمية والتي هدفت إلى تعميق الأسواق المالية، ويتصدر سوق الأسهم السعودي من حيث الرسملة البورصية الأهمية النسبية على مستوى الأسواق الخليجية والعربية بحيث يعد الأكبر في الشرق الأوسط، فهي تشكّل ما يقرب 39.65% من إجمالي الرسملة البورصية للأسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام 2007 (الشكل رقم 1)، وبالتالي نجد أن أداء السوق الأسهم السعودي ينافس أداء الأسواق المالية العالمية.

الجدول رقم (2): تطور حجم الرسملة البورصية للبورصات المدروسة خلال الفترة 2007-2017

مليون دولار أمريكي	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
السعودية	459.61	448.34	421.08	483.44	467.43	373.42	338.873	353.400	318.751	246.337	518.98
قطر	122.895	154.739	151.97	185.93	152.60	126.30	125.60	123.317	87.932	76.627	95.505
أبوظبي	115.380	120.947	110.00	110.44	116.90	77.65	71.33	77.08	80.20	68.81	121.128
الجزائر	84.6	88.0	90.6	110.7	124.7	125.9	135.6	106.1	91.1	92.2	97.2

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير الاقتصادية العربية الموحدة خلال الفترة 2007-2017.

الشكل رقم (1): الحجم النسبي للبورصات العربية في نهاية الربع الرابع سنة 2017



المصدر: صندوق النقد العربي (2017)، ص 86.

شهدت قيم الرسملة البورصية سنة 2008 انهياراً كبيراً لكافة البورصات المدروسة، يرجع ذلك أساساً إلى التأثير بالأزمة المالية العالمية، واحتلت سوق الأسهم السعودية المرتبة الأولى في التراجعات بانخفاض قدره 52.2%، تليها في المرتبة الثانية سوق أبوظبي للأوراق المالية بانخفاض قدره 43.2%، ثم ما لبثت قيم رسملة السوق لتغير اتجاهها مجدداً نحو الارتفاع خلال سنوات 2009-2014، عاكسة التعافي النسبي من آثار الأزمة المالية العالمية نتيجة تدخل السياسات الاقتصادية المحلية التي ساهمت في تعزيز الاستقرار المالي وتعزيز مستوى الثقة في القطاع المالي، وإن كان هذا التعافي لم يتجاوز بعد الخسائر الكبيرة التي منيت بها أسواق الأسهم السعودية وأبوظبي.

إن اعتماد أغلب دول مجلس التعاون الخليجي على النفط وعوائده كسلعة أساسية لتمويل برامجها التنموية ودعم الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي، جعل من اقتصاديات هذه الدول تتأثر بالتقلبات التي تشهدها الأسواق النفطية وانعكس ذلك على أداء الاقتصاد الكلي ومن ثم أداء البورصات، فالتراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية في الربع الرابع من سنة 2014 وتداعيات ذلك على النمو الاقتصادي، إلى جانب انعكاسات مخاوف تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي وتداعيات مخاوف رفع البنك الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة، أثر على تسجيل انخفاضاً في الرسملة البورصية لكل من السعودية وقطر قدره 23.2%، 14.3% على التوالي.

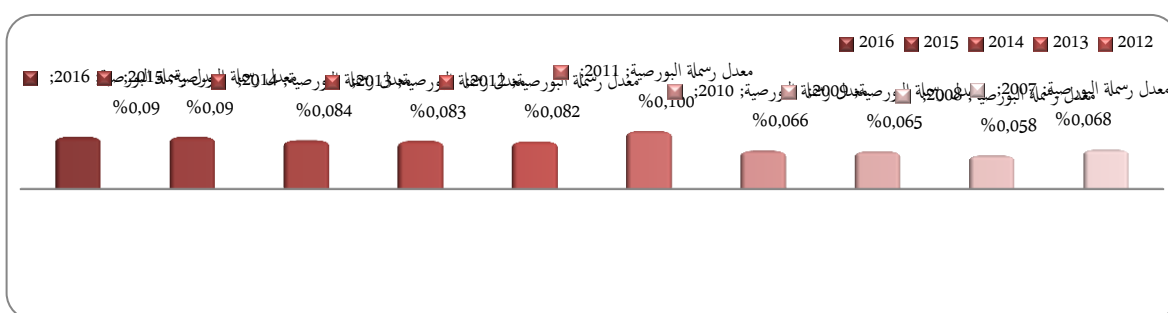
آليات وعوامل رفع كفاءة أسواق الأسهم العربية

مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، المجلد 4، العدد 1، السنة 2019 ص.ص:50-64

وبخصوص بورصة الجزائر، تميّزت الرسملة البورصية بتذبذب ملحوظ خلال الفترة 2007-2017 لتبلغ أعلى قيمة لها حوالي 135.6 مليون دولار سنة 2011، يرجع هذا الارتفاع إلى إدراج أسهم مؤسسة الأوراسي في البورصة سنة 2011، أما عن سبب انخفاض الرسملة البورصية سنة 2012 مقارنة بسنة 2011 فيرجع بالأساس إلى تراجع أسهم كل من الشركات: مؤسسة الأوراسي، صيدال، وشركة أليانس للتأمينات، لتتواصل الرسملة البورصية بالانخفاض خلال الفترة 2013-2017.

يكشف الشكل (2) مساهمة الرسملة البورصية لبورصة الجزائر في تحقيق الناتج المحلي الإجمالي، والتي تعد ضئيلة جداً حيث لم تتجاوز 1% خلال فترة الدراسة، مما يدل على الدور الجَدِّ محتشم لبورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني، وعند مقارنة هذا المؤشر بما هو محقق بجل البورصات، نجد هناك اختلافاً وتباعداً كبيراً، فمعظمها يتجاوز عتبة 30%، فقد بلغ هذا المؤشر عام 2016 في السعودية، أبوظبي وقطر ما نسبته 70.1%، 32.2%، 92.7% على التوالي.

الشكل رقم (2): تطور نسبة الرسملة البورصية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2016



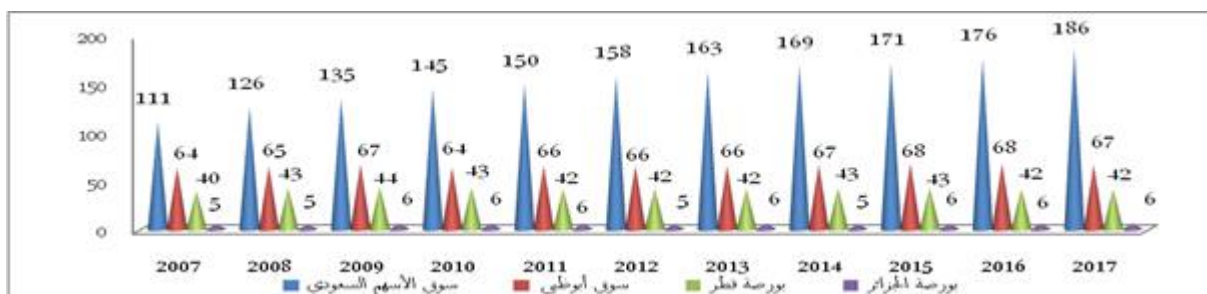
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الإحصائية لبنك الجزائر خلال الفترة 2007-2016، وموقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz> (2017/10/11).

إن الاعتماد على مؤشر الرسملة البورصية للدلالة على حجم أسواق رأس المال ومدى عمقها لا يكفي ما لم يكن متبوعاً بحصيلة أداء وعدد الشركات المدرجة في البورصة، وهذا ما نصبو إليه في الفقرة الموالية.

2.2.3. تطور عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية المدروسة:

يدل ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة على كفاءتها وفعاليتها، في حين انخفاض عدد الشركات المدرجة يعني العكس، ولإبراز عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية المدروسة نعرض الشكل التالي:

الشكل رقم (3): تطور عدد الشركات المدرجة في البورصات المدروسة خلال الفترة 2007-2017



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير الاقتصادية العربية الموحدة خلال الفترة 2007-2017، وموقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz> (2017/10/11).

آليات وعوامل رفع كفاءة أسواق الأسهم العربية

مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، المجلد 4، العدد 1، السنة 2019 ص:64-50

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي أخذت اتجاهها صعودياً خلال الفترة 2007-2017، حيث ارتفع عددها من 111 شركة سنة 2007 إلى 186 شركة في الربع الثالث لسنة 2017، وهذا يدل على إصدار العديد من القوانين تهدف من خلالها إلى زيادة جاذبية السوق، وتحسين كفاءتها، وتعزيز حماية المستثمرين، وكذا الحد من المخاطر بما يتماشى وأفضل المعايير العالمية، في حين نجد شبه استقرار في عدد شركات المدرجة لبقية البورصات المدروسة. وما تجدر الإشارة إليه هو قلة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، التي لم تتجاوز عددها 6 شركات منذ بداية نشاطها، وعليه تعد بورصة الجزائر من أصغر البورصات حجماً وأداءً مقارنة بالأسواق الناشئة والمتقدمة.

تباين نسبة ملكية الحكومات الخليجية لأصول الشركات القيادية المدرجة في البورصات المحلية من سوق أو من شركة لأخرى، وتتراوح هذه النسبة في السعودية بين 10% و84% بنهاية أكتوبر 2012، وهي حصص غير قابلة للتداول بين جمهور المستثمرين، أما النسب المتبقية فمشاعة لعامة المستثمرين بما فهم الخليجيين، ولا تختلف الأوضاع كثيراً في بورصتي أبوظبي وقطر عن نظيرتهما السعودية من ناحية النسبة المسموحة للملكية الأجنبية في الشركات القيادية المدرجة في كلتا البورصتين، والمتروحة بين 25% و49% مع وجود استثناءات تسمح بالملكية الأجنبية التامة لأصول بعض الشركات، بينما تتراوح النسبة الفعلية للملكية الأجنبية لأصول الشركات في البورصتين من 2% إلى 22%، ولعل السبب في تواضع هذه النسب يعود إلى ارتفاع حصة ملكية الحكومة في الشركات (من 5% إلى 79%) ما يشكل عائقاً أمام الاستثمار الأجنبي وعملاً لتقوية جناح الحكومة في الأجهزة الإدارية للشركات¹³.

وعلى العموم، تتميز أسواق رأس المال العربية المدروسة بضيق نطاقها (من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة، وانخفاض الطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء) مقارنة بأسواق المال المتقدمة وأسواق المال الناشئة بالرغم من تطور رسملة البورصة فيها، وهو مبرر كافي لجعلها عرضة للصدمات والتقلبات السريعة.

3.3. تحليل تطور أحجام التداول في البورصات المدروسة:

لقياس التطورات الحاصلة على أحجام التداول في البورصات العربية المدروسة، يمكن الاعتماد على مؤشرين هما قيمة الأسهم المتداولة وعدد الأسهم المتداولة، وفيما يلي إبراز تطور قيم الأسهم المتداولة بالبورصات العربية المدروسة.

الجدول رقم (3): تطور قيمة الأسهم المتداولة بالبورصات المدروسة خلال الفترة 2007-2017

مليون دولار أمريكي

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
162320.5	308437.6	442832.55	572403.20	365244.20	514484.90	293022.9	202449.1	337041	523129	682287
14358.8	18946.1	25747.25	54750.74	20567.40	19628.40	22938.10	18451.4	25317	48220	29927
10349.8	13332.9	16010.32	39519.65	23092.60	6049.40	6724.70	9284.0	18766	63114	47746
161.2	203.3	123.7	214.5	263.4	279.3	612.98	46.13	187.54	313.02	206.56

دولار

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير الاقتصادية العربية الموحدة خلال الفترة 2007-2017.

يلاحظ من خلال الجدول (3) وجود تذبذبات كبيرة في قيمة الأسهم المتداولة بالبورصات العربية المدروسة، ففي مرحلة ما قبل الأزمة المالية العالمية 2008 كانت قيم الأسهم المتداولة مرتفعة في كامل البورصات، حيث تصدر سوق الأسهم السعودي سنة 2007 قائمة البورصات العربية، فقد شكل نسبة 61.6% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في البورصات العربية، الأمر الذي جعل منه أكبر البورصات ليس فقط في الدول العربية وإنما حتى في الدول الناشئة من حيث السيولة، على أن يليه في الترتيب سوق أبوظبي للأوراق المالية وبورصة قطر على التوالي، تلك الارتفاعات في قيمة الأسهم المتداولة كان وراءها جملة من العوامل من أهمها إدخال

التداول الإلكتروني لتسوية الصفقات ما أكسب التعاملات في هذه الأسواق سرعة في التنفيذ، كذلك السماح للمستثمرين الأجانب سواء كانوا عرب أو أجانب تملك الأوراق المالية ما أفضى إلى تدفق سيولة إضافية إلى أسواق هذه الدول -عدا بورصة الجزائر-. شهدت قيمة الأسهم المتداولة بالبورصات بعد الأزمة المالية العالمية انخفاضات متتالية، ونتيجة لذلك انخفض متوسط التداول اليومي، ومن ثمة تدهور معدل دوران الأسهم¹⁴، ويظل سوق الأسهم السعودي متصدر قائمة البورصات العربية من حيث قيمة الأسهم المتداولة بالرغم من الانخفاضات، لتشهد قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي، سوق أبوظبي وبورصة قطر ارتفاعاً خلال سنة 2014، نتيجة تحسن في الأوضاع الاقتصادية والمالية والسياسية خلال تلك الفترة -قبل حدوث تأثير انخفاض أسعار النفط العالمية-. وتعد بورصة الجزائر إحدى أضعف البورصات العربية تداولاً، نظراً لقلّة الأوراق المالية وانخفاض أسعارها، وكذا اقتصار التداول في عدد محدود من أسهم المؤسسات المدرجة.

بالمقابل، تشير البيانات المتاحة في الجدول (4) إلى وجود تذبذب في عدد الأسهم المتداولة في البورصات المدروسة بين الانخفاض تارةً والارتفاع تارةً أخرى ومن سوق إلى آخر، وما يميز هذه الفترة هو انهيار عدد الأسهم المتداولة سنة 2010 بسبب تداعيات الأزمة المالية، لتشهد ارتفاعات بعد سنة 2010 حتى سنة 2014 وذلك بسبب طفرات النمو الاقتصادي في دول العينة، فضلاً عن استخدام أدوات جديدة في إدارة الأسواق المالية، انعكست في تحفيز المستثمر على الاستثمار وحمايته، واستخدام أساليب أكثر شفافية في الإفصاح والمعلومات، وتعتبر السعودية الأعلى مستوى من حيث عدد الأسهم المتداولة في البورصات العربية، والجدول التالي يبرز ذلك:

الجدول رقم (4): تطور عدد الأسهم المتداولة بالبورصات المدروسة خلال الفترة 2007-2017

مليون سهم

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
السعودية	31821.48	67722.38	65995.9	70803.3	52306.0	86006.0	48545.0	33334.0	56740	58831	57886
قطر	1983.01	2051.54	2302.2	4439.9	1937.5	2428.3	2302.8	2045.1	3450	3894	3411
أبوظبي	21676.12	29483.64	25656.6	57607.7	51455.4	16343.7	15832.2	17611.1	36570	49908	52067
الجزائر(ألف)	92.9	49.4	33.1	33.5	34.3	38	80.9	7.4	34.6	49.60	35.4

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير الاقتصادية العربية الموحدة خلال الفترة 2007-

2017.

يوضح الجدول التالي معدل الدوران في البورصات قيد الدراسة الذي يعتبر خير مقياس لاتجاه السيولة -حسب الدراسات-، وهو عبارة عن قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسوماً على القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة، وتشير بيانات الجدول رقم (5) إلى وجود انخفاض مستمر لمعدلات الدوران في البورصات العينة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 حتى سنة 2010، ليشهد معدل الدوران للأسهم في كامل البورصات تذبذباً خلال السنوات الأخيرة بين الانخفاض تارةً والارتفاع تارةً أخرى، غير أنه لا يتجاوز نسبة 50% عدا السعودية، بمعنى أن قيمة الأسهم المتداولة لم تتجاوز نصف قيمة الأسهم المدرجة في الأسواق، وتبقى هذه معدلات ضعيفة مقارنة بالبورصات المتطورة والناشئة، ويبقى سوق الأسهم السعودي متصدر البورصات العربية في مؤشرات الأداء، حيث سجل أعلى معدلات دوران الأسهم خلال الفترة المدروسة، وهو ما يفسر كثافة تداول الأسهم بيعاً وشراءً، في الوقت الذي شهد فيه مؤشر معدل الدوران بالنسبة للأسهم في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة معدلات لا تتجاوز 0.5% وهذا يدل على انخفاض سيولة السوق وضعف مرونة بيع وشراء الأوراق المالية فيها.

يعزى الانخفاض في معدلات دوران الأسهم في البورصات العربية المدروسة إلى استحواد المستثمرين الأفراد على الجزء الأعظم من تداولات هذه الأسواق، بالإضافة إلى النقص الكبير في الأطر القانونية والتنظيمية والمؤسسية، وضيق القاعدة والثقافة الاستثمارية، ناهيك عن وجود ضعف شديد في آليات عمل الأسواق المالية العربية.

الجدول رقم (5): معدل دوران الأسهم بالبورصات المدروسة خلال الفترة 2007-2017 (%)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
السعودية	35.31	68.80	105.2	118.4	78.1	137.8	86.5	57.1	119	212.3	131.4
قطر	11.68	12.24	16.9	29.4	13.5	15.4	16.9	14.9	30.8	62.9	31.3
أبوظبي	12.50	11.02	14.6	35.8	19.8	7.8	9.4	12	25.2	91.72	39.42
الجزائر	0.19	0.23	0.14	0.19	0.21	0.22	0.45	0.04	0.21	0.31	0.2188

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي خلال الفترة 2007-2017.

وبخصوص بورصة الجزائر، وبالرغم ما بذلته الجزائر من جهود لتطويرها، إلا أنه من خلال أداءها نجدها ضعيفة وجد متواضعة في مساهمتها في تمويل الاقتصاد، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على أنها تواجه جملة من العوائق تحول دونها ودون تحقيق الأهداف المنوطة بها، ومن بينها¹⁵:

- الأسباب السياسية والتشريعية والتنظيمية¹⁶: أكدت عدة التقارير الدولية كالتقرير الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي على أن الجزائر تحتل المراتب الأخيرة من بين 137 دولة، من حيث مؤشرات البيئة المؤسسية¹⁷، وبهذا فإن الجزائر لا تزال تعاني من قصور في مجال مؤشرات البيئية المؤسسية، وهو ما يدل على وجود عراقيل في النشاط الاستثماري ببورصة الجزائر.
- صغر حجم السوق ومحدوديته: يتمثل صغر حجم بورصة الجزائر ومحدوديته بالنقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة، حيث تسيطر وسائل التمويل التقليدية على التعاملات في بورصة الجزائر، كما تحتل المرتبة الأخيرة في عدد الشركات المدرجة في البورصة وحجم تداول أسهمها مقارنة مع الأسواق المالية العربية¹⁸، وهذا ما ينتج عنه عدم تنوع الأوراق المالية.
- خصوصية نظام المعلومات: ينتظر المستثمر في بورصة الجزائر التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة حتى يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة من أجل اتخاذ قرار الاستثمار، ناهيك عن غياب الشفافية بالنسبة لمصادقية المعلومات المتوفرة وصعوبة الحصول عليها.
- معوقات الخصوصية: تعترض الخصوصية العديد من الصعاب حالت دون نجاحها وتوسعها، إذ يؤكد الخبراء الاقتصاديين على أن غياب الإرادة السياسية الواضحة كان وراء فشل تنفيذ عملية الخصوصية في الجزائر، فمنذ سنة 1991-1996 لم تكن للسلطات الجزائرية نظرة واضحة وإستراتيجية، ولم تكن هناك دراسة حقيقية وواقعية من طرف مكاتب متخصصة، بالإضافة إلى المشاكل الهيكلية التي تتمثل في ضعف القطاع الخاص، والسبب في ذلك يعود إلى طبيعة نظام التأمينات ونموذج التصنيع المعتمد مما أضر سلباً على نمو القطاع الخاص.
- الضغط الجبائي: يتميز النظام الجبائي الجزائري بتعدد أنواع الضرائب من جهة، وارتفاع معدلاتها من جهة أخرى، الأمر الذي يؤدي إلى التقليل من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية.

- عوائق اجتماعية ودينية: من بين المشكلات التي تعاني منها بورصة الجزائر، غياب ثقافة البورصة حول دورها وأهميتها لدى المستثمرين والمواطنين هذا من جهة، ومن جهة أخرى تمنع العديد من العائلات توظيف فوائدها في الأصول المالية خاصة منها السندات باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة والذي يعتبر من الناحية الشرعية محرماً.
- نقص الاهتمام بالتمويل عن طريق البورصة لدى المؤسسات العمومية والخاصة: تعتبر المؤسسات الاقتصادية العمومية تابعة للدولة، هذه الأخيرة توفر لها احتياجات التمويل عن طريق الخزينة والبنوك العمومية، ولا يملك مسيروها الحرية لاتخاذ القرار بالانضمام إلى البورصة، فيما المؤسسات الخاصة يغلب عليها الطابع العائلي، ولا تقتنع بسهولة بفتح رأسمالها لشريك خارجي، فضلاً عن تخوفها من الشفافية التي تفرضها البورصة.
- عدم انفتاح البورصة على المستثمرين الأجانب: بالرغم من وجود نظام يحدد دخول شريك أجنبي في رأسمال الشركة الجزائرية (قاعدة الشراكة 49/51)، إلا أنها غير ممكنة التطبيق في بورصة الجزائر، ناهيك عن إصدار البنك الجزائر نظام رقم 04-2000 بتاريخ 02 أفريل 2000، المتعلق بحركات رؤوس الأموال الخاصة باستثمارات المحفظة لغير المقيمين، إلا أن هذا النظام لم يصدر بعد بالجريدة الرسمية، ولا يسمح لهم الاستثمار بالبورصة.

4. الخصائص الأساسية للبورصات العربية:

يتضح من خلال إطلاعنا على أداء البورصات العربية أنه على الرغم من إختلاف ظروف نشأة البورصات والتطورات العديدة التي شهدتها وتطور البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها ومدى إنفتاحها على بعضها البعض وعلى الأسواق الخارجية فإن هذه البورصات لها خصائص مشتركة نذكر منها:

• ضيق نطاق السوق عرضاً وطلباً: تتميز البورصات العربية بضيق نطاقها مقارنة بأسواق الدول المتقدمة وأسواق الدول الناشئة، وتتجلى هذه الميزة في انخفاض عرض الأدوات المالية والذي يقاس بعدد الشركات المدرجة، وفي انخفاض الطلب والذي يقاس بحجم أوامر الشراء.

- ✓ تركز عمليات التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وهي تعكس جودة الأوراق المالية، ويلاحظ أن معظم البورصات العربية تعاني من تركز عمليات التداول في عدد محدود من الأسهم.
- ✓ عدم توفر الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب (أو شركات) الوساطة.
- ✓ انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية: وهو ما يتعلق جزئياً بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات وجزئياً ما يتصل بضعف كفاءة أو خبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق، هذا فضلاً عن المحددات الرسمية للسقوف (الفروقات السعرية) وذلك بغرض تجاوز أو تقليل ميول المضاربة لدى المستثمرين.
- ✓ ضعف التنوع في الأوراق المالية: والتي تنحصر فقط في الأسهم العادية والسندات وبعض الأنواع، دون وجود بدائل متمثلة في المشتقات المالية، وهو ما يضع قيوداً على المستثمرين لتنوع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر.
- ✓ ضعف درجة السيولة: يعكس واقع البورصات العربية ضعف في سيولتها، ويظهر ذلك من خلال انخفاض عمليات التداول بها سواء التعاملات اليومية، الأسبوعية والسنوية، وكذلك انخفاض عدد أيام التداول.
- ✓ انخفاض الطاقة الاستيعابية للأسواق: ويقصد به مدى قدرة البورصات العربية على إستقطاب المدخرات وتحويلها إلى إستثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للنتائج المحلي والإجمالي والإدخار المحلي الإجمالي، ويلاحظ انخفاض حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي في معظم البورصات العربية.

آليات وعوامل رفع كفاءة أسواق الأسهم العربية

مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، المجلد 4 ، العدد 1 ، السنة 2019 ص:50-64

✓ **التقلبات الشديدة في الأسعار:** تشير أدبيات السوق المالي أن الأسواق التي تفتقد إلى العمق Depth وإلى السيولة عادة ما تشهد أسعار الأوراق المالية المدرجة فيها بتقلبات عنيفة، وهذا هو شأن أسواق الأسهم العربية، فبالرغم من التطورات التنظيمية والرقابية التي شهدتها خلال السنوات الماضية، فإن مستوى التذبذب وعدم استقرار أسعار الأسهم أصبحت سمة ملازمة لهذه الأسواق والذي يؤدي في النهاية إلى انهيار الثقة فيها نتيجة صعوبة التنبؤ بالعوائد الرأسمالية للاستثمار المالي، وهناك مجموعة من العوامل السائدة في الأسواق لا تساعد على استقرار الأسعار، منها ما هو مرتبط بطبيعة ونفسية المستثمرين، ومنها ما هو متعلق بعوامل محلية وإقليمية ذات العلاقة بالتكامل المشترك بين الأسواق العربية، ومنها ما هو مرتب بالاعتماد على العوامل الخارجية ذات الصلة بمدى ارتباط أسواق الأسهم العربية بالأسواق الخارجية.

✓ **قصور الأطر التنظيمية والتشريعية:** على الرغم من التطور الملحوظ في هذا الجانب، إلا أن الدول العربية ما تزال تواجه العديد من أوجه الضعف ولعل أهمها¹⁹:

✓ غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم؛

✓ غياب التشريعات في بعض الدول التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية؛

✓ افتقار بعض الدول إلى مؤسسات التسوية والمقاصة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها؛

✓ عدم وجود شركات الترويج وضمن الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضمن الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة وإلى وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية.

✓ **قصور آليات العمل بالأسواق المالية:** والتي تتمثل في الأساس بعدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية، وعجزهم في إعطاء المشورة للمشتريين، أيضا محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم بترويج الإصدارات الجديدة.

5. متطلبات رفع كفاءة البورصات العربية:

إن تفعيل وتطوير البورصات العربية ورفع مستوى كفاءتها، يتطلب تطوير أساليب العمل وإعطاء أهمية قصوى للأمر محورية من أهمها:

● إتاحة مناخ الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي، باعتباره عاملا محوريا للمستثمرين لدى اتخاذهم قرارات التشغيل، خاصة وأن تجربة السنوات القليلة الماضية أثبتت أن المستثمرين والمستثمرين المؤسسين تحديدا يعمدون إلى سحب استثماراتهم بسرعة من الأسواق التي تكون فيها اضطرابات ما يؤدي إلى نشوب أزمات مالية داخلية حادة.

● الإستمرارية والتوسع في برامج الخصوصية إذ تشكل عمليات الخصوصية أحد أهم متطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، والجدير بالذكر أن نجاح عملية الخصوصية لا يكون إلا عن طريق خصوصية الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة وهذا من شأنه تعزيز ثقة المستثمرين المحتملين مما يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية من جهة وعوض خصوصية المؤسسات المفلسة التي تحول دون تطور البورصة²⁰.

● إنشاء مصادر المعلومات المالية (قواعد البيانات ومعلومات) جد متطورة والتي تعتبر من دعائم الضرورية لضمان استمرارية البورصة إذ توفر للمستثمرين والمحللين الماليين والأكاديميين والهواة تصورات قيمة حول الأوضاع المالية لاتخاذ قرارات الاستثمار بناء على ذلك.

● تعزيز التفاعل والاندماج بين شركات الوساطة والاستثمار في البلدان العربية، ما يحفز المستثمرين على الاستثمار في الأسواق المختلفة وتزيد من سيولة هذه الأسواق.

- توفير مؤسسات أو خدمات تقييم الملاءة الائتمانية (وكالة تصنيف الائتماني) في الدول العربية، والتي تعمل على معالجة النقص في البيانات المالية للجهات المصدرة للأوراق المالية وكذلك اختلاف النظم المحاسبية المتبعة، بالإضافة إلى ذلك فإن تقييمات الائتمانية وتصنيف المقترضين تعزز من قدرات أجهزة الرقابة الرسمية كالبنوك المركزية وهيئات أسواق المال في عملية الإشراف والرقابة على نشاط المؤسسات المالية، وبذلك تساهم في حماية حقوق المتعاملين والمستثمرين في الأسواق المالية.
- تفعيل القطاع المال والأعمال من خلال تشجيع قيام شركات قابضة بتقديم خدمات مالية متنوعة لعملائها، مما يساعد على تكوين شركات كبيرة قادرة على إدخال تحسين نوعي على الخدمات التي تقدمها لعملائها، وبالتالي تعزيز قدرتها التنافسية اتجاه الشركات الأجنبية في ظل الانفتاح المالي والاقتصادي والدولي.
- التركيز على الحكم الرشيد الإداري (حوكمة الشركات) باعتباره رأس الأولويات المطلوب تطبيقها ومراعاتها والاستفادة من التجارب الدولية والمحلية في هذا السياق، وصولاً إلى مرحلة متقدمة من التعامل التنظيمي والإداري في مؤسساتنا كحماية المساهمين وعدم التمييز بينهم، وحماية كل الأطراف الأخرى المرتبطة بالمؤسسات، وكذلك تفعيل طرق المساءلة والمحاسبة بالنسبة إلى رؤساء وأعضاء مجالس الإدارة.
- قيام هيئات البورصات العربية بتفعيل القوانين الموجودة، وصدور قوانين أخرى تتلائم ومعطيات أسواق الأسهم، وذلك لتنظيم الأسواق والعمل على استقرارها ومنع التجاوزات فيها.
- ضرورة تحسين مستوى الشفافية والإفصاح عن البيانات، وضرورة مراقبة أداء الشركات المدرجة في البورصات؛
- العمل على تعميق الوعي المالي لدى المستثمرين (التثقيف المالي Financial literacy) خاصة لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الإدخار طويل الأجل.
- تطوير الإعلام الاقتصادي الموجه للجمهور، أي السعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة، والبحث عن الطرق ووسائل مالية جديدة تستجيب للجانب الديني الذي يحظر استعمال الفائدة.
- تشجيع الاستثمار الأجنبي بإدخال تعديلات على القوانين الاستثمارية وفتح مجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.
- العمل الجاد على إعداد دراسات جدوى اقتصادية تفصيلية لمشاريع التكامل العربية، حتى وإن تولت جامعة الدول العربية القيام بهذه الدراسات.

6. خاتمة:

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في عملية التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني من عجز في تمويل عملياتها الاستثمارية، وبالتالي فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية، كما تُمكن الدولة من سد احتياجاتها التمويلية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة قصد تحقيق التنمية الاقتصادية، وانطلاقاً من وعي الدول العربية بهذه الأهمية وأيضاً من أجل مواكبة التطورات وموجة التغيرات التي يشهدها الاقتصاد العالمي بادرت جلها إلى إنشاء وتطوير بورصاتها، ورفع من مستوى كفاءتها وعصرنتها على جميع المستويات الإدارية، التنظيمية، التشريعية...، إلى جانب العمل على زيادة وتنوع الأدوات المالية المتداولة، إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد وتطوره ونمو الأسواق المالية وزيادة كفاءتها.

لذا حاولت هذه الدراسة الوقوف على أداء البورصات العربية خلال الفترة 2007-2017، وكذا الطرق والإجراءات الواجب توفرها لتحقيق كفاءة البورصات العربية وخلصت إلى النتائج التالية:

- ✓ ضعف السيولة في البورصات العربية ويظهر ذلك من خلال انخفاض عمليات التداول بها سواء التعاملات اليومية الأسبوعية والسنوية، وكذلك انخفاض عدد أيام التداول في السنة؛
 - ✓ تتسم البورصات العربية بعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة، وهو ما يضع قيوداً على المستثمرين لتنوع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر؛
 - ✓ تتميز البورصات العربية المدروسة بضيق نطاقها (من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة، وانخفاض الطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء) مقارنة بأسواق المال المتقدمة وأسواق المال الناشئة بالرغم من تطور رسملة البورصية فيها، وهو مبرر كافي لجعلها عرضة للصدمات والتقلبات السعرية؛
 - ✓ غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في تقارير المالية على درجة كافية من الإفصاح التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة للأسواق المالية؛
 - ✓ تتباين الأسواق المالية في الدول العربية من حيث طبيعتها وخصائصها وآلياتها مما يجعل الربط بينها صعباً للغاية في ظل العولمة المالية.
- يمكن بلورة أهم التوصيات بالنقاط التالية:

- ✓ يتطلب الارتقاء بكفاءة السوق المالي رفع مستوى الأداء بتدريب العاملين في مجال الأسواق وتحسين مهاراتهم وتطوير مستوى أدائهم؛
- ✓ الاستثمارية والتوسع في برامج الخصوصية إذ تشكل عمليات الخصوصية أحد أهم متطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية؛
- ✓ تعميق الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل؛ وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي؛
- ✓ مكنت أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين؛
- ✓ أهمية تكثيف الجهود المبذولة للربط ما بين البورصات العربية، وتعزيز التعاون مع البورصات الدولية للاستفادة من الخبرات العالمية، وهو ما يسمح بتطبيق معايير دولية في التعامل على مستوى أسواق المالية العربية؛
- ✓ إعطاء أهمية بالغة لحكومة الشركات بالالتزام بمبادئها من شأنه الرفع من كفاءة البورصات العربية.

- ¹ Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). **Efficient capital markets: A review of theory and empirical work**. THE JOURNAL OF FINANCE, 25(2), p. 384.
- ² جبار ، محفوظ (2007)، اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004: دراسة تجريبية. المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد 10 (العدد1)، الأردن، ص 80.
- ³ شحات، رايح (2013)، كفاءة الأسواق المالية بين المدخلين: التحليل الأساسي والتحليل الفني، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون (العدد 35)، الجزائر، ص 87.
- ⁴ Jensen, M. C. (1978). **Some anomalous evidence regarding market efficiency**. Journal of financial economics, 6 (2-3), p. 02.
- ⁵ Fama, E. F. (1991). **Efficient capital markets: II**. THE JOURNAL OF FINANCE, 46(5), p. 1576.
- ⁶ Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). **OP. Cit.** p. 387.
- ⁷ تحقق هذه الفرضية للسوق خاصية العمق والاتساع وسرعة الاستجابة Resiliency للمعلومات الواردة إلى السوق.
- ⁸ Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). **OP. Cit.** p. 386.
- ⁹ صندوق النقد العربي (2009)، التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبوظبي، ص 143.
- ¹⁰ من أبرز مظاهر التحسن عودة التدفق الاستثماري الأجنبي إلى الأسواق الأوراق المالية العربية، إلى جانب تحسن الإصدارات الأولية والقيمة السوقية للدول.
- ¹¹ صندوق النقد العربي (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 155.
- ¹² صندوق النقد العربي (2015)، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية، أبوظبي، ص 07.
- ¹³ مزاهدية، رفيق (2015)، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، ص 175.
- ¹⁴ يرجع انخفاض الحاد في السيولة إلى توجه معظم رؤوس الأموال الهاربة من السوق إلى الاستثمار في سوق العقارات للمتاجرة والاحتكار والمضاربة، ما أدى إلى ارتفاع أسعار العقارات.
- ¹⁵ بوكساني، رشيد (2006)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص 177.
- ¹⁶ تؤكد الدراسات النظرية والتطبيقية أن استقطاب الاستثمارات في أسواق رأس المال يعتمد في الأساس على مؤشرات البيئة المؤسسية هي: المشاركة والمحاسبة، نوعية الأطر التنظيمية، سيادة القانون، مؤشر الاستقرار السياسي، فعالية السياسات الإجراءات الحكومية.
- ¹⁷ World Economic Forum (2017), the global competitiveness report 2016-2017.
- ¹⁸ تسيطر الدولة على الشركتين العموميتين صيدال والأوراسي بـ 80% من أسهمهما، التي لا تخضع للتداول بالبورصة، أما الشركات الخاصة، فلا تتجاوز نسبة رأس مالها المتداول في البورصة 31% كأقصى حد، أما بخصوص سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فلا تضم أي مؤسسة منذ إنشائها سنة 2012.
- ¹⁹ بوكساني، رشيد (2006)، مرجع سبق ذكره، ص 260.
- ²⁰ بوكساني، رشيد (2006)، مرجع سبق ذكره، ص 315.