أداء أسواق الأوراق المالية العربية
دراسة مقارنة مع الأسواق الناشئة و المتطورة

سامية زيطاري*

Résumé :

*L*a crise de la dette des années 80, et la libéralisation de l'économie ont fortement influé la structure des flux financiers avec la revue et le durcissement des conditions d'octroi des crédits de la part des pays développés. A partir de la les pays en développement se sont orientés vers les investissements directs étrangers (IDE) et les marchés financiers.

Plusieurs pays arabes se sont mis au diapason de la nouvelle donne international et se sont attelés à développer leurs marchés financiers.

A travers cet article, nous étudierons les marchés financiers arabes en effectuant une comparaison avec les marchés financiers dans les pays émergents.

* أستاذة محاضرة بالمعهد العربي للتخطيط ، الكويت.

ملخص:

تحاول هذه الورقة البحثية تسليط الضوء على واقع الأسواق المالية العربية مع مقارنتها مع مجموعة من الأسواق المالية في الدول الناشئة في ظل المتغيرات الجديدة الناتجة عن عولمة الأسواق والتحرير المالي، واتجاه الدول العربية نحو جلب الاستثمارات الأجنبية وفتح أسواقها المالية.

مقدمة:

إن أزمة المديونية التي عرفتها الدول النامية في بداية الثمانينات و ما تلاها من موجة تحرير وانتشار اقتصاد السوق كانت إحدى الدوافع الأساسية للتغيير في بنية التدفقات المالية للدول النامية، خاصة و أن الدول المتطورة أعادت النظر في شروط إقراض هذه الدول نتيجة انخفاض جدارتها الائتمانية. و بهذا أصبحت الدول النامية تسعى لجلب موارد خارجية بعيدا عن الديون. و كان التوجه نحو الاعتماد على الاستثمارات الأجنبية المباشرة و طرح السندات في الأسواق العالمية و فتح أسواقها المالية لجلب الأموال الأجنبية.

و بهذا التوجه اتسع دور نشاط الأسواق العالمية و كما ازداد الاهتمام بأسواق الأوراق المالية في الدول النامية مما شجعها و دفعها للتطور أكثر. و قد حاولت العديد من الدول العربية مسايرة الوضع المالي العالمي بإنشاء و إعادة تنشيط أسواقها المالية. نحاول من خلال هذه الورقة البحثية مراجعة تطورات الأسواق العربية و مقارنتها مع عينة من الأسواق المتطورة و الناشئة. و تشمل العينة تسعة أسواق عربية (عمان، البحرين، تونس، العربية السعودية، عمان الكويت، لبنان، مصر و المغرب)، ثلاثة أسواق ناشئة (البرازيل، الهند و المكسيك) و ثلاثة أسواق متطورة (اليابان، الولايات المتحدة و بريطانيا).

نبذة تاريخية عن تطور أسواق الأوراق المالية في الدول العربية

يعود تاريخ إنشاء أول سوق للأوراق المالية (البورصة) إلى الإمبراطورية الرومانية التي قامت بتجميع الأموال من المدخرين لبناء روما. فالمشاريع الضخمة للأمبراطورية ولّدت الحاجة لتجميع أموال ضخمة، فكانت فكرة اللجوء لأفراد المجتمع و توزيع عبء الاستثمار عليهم Geledan(1991). إلا أن سوق الأوراق المالية المنظم بالمفهوم الحديث لم يظهر إلا بعد قرون عديدة من انهيار الإمبراطورية الرومانية، و كان ذلك في أمستردام سنة1611 حسب ما ورد في Greenwald(1982) حيث تم لأول مرة إصدار أسهم حدد سعرها وفق قانون العرض و الطلب، و ذلك من طرف الشركة الألمانية للهند الشرقية. و تم إنشاء أول بورصة حديثة لباريس في سنة 1719 و لم يتم وضع التشريع الذي يضع الأسس التنظيمية لهذه المهنة إلا في سنة Geledan 1720 (1991). تلاها بعد ذلك في سنة1771سوق لندن للأوراق المالية و في سنة 1790 بورصة فلادلفيا، أول بورصة في الولايات المتحدة. لقد أصبحت اليوم كل الدول المتقدمة تملك سوق للأوراق المالية و كذا الدول النامية تحاول أن تحدو حدوها بإنشاء أسواق للأوراق المالية و التي اصطلح على تسميتها أسواق ناشئة. أمام هذا الاتجاه نحو عولمة الأسواق المالية و تفاقم المديونية وعزوف الأسواق المالية الدولية عن تقديم قروض جديدة، كان على الدول العربية إعادة النظر في أنظمتها المالية و من بينها تطوير أسواقها المالية Abisourour (1994) .

يبلغ عدد الدول العربية التي لديها سوق للأوراق المالية 15 دولة من بينها 9 دول (الأردن، البحرين، تونس، العربية السعودية، سلطنة عمان، الكويت، لبنان، مصر و المغرب) يصدر بياناتها و يرصد تطوراتها صندوق النقد العربي بشكل فصلي بينما الستة الباقية (الإمارات*، السودان، العراق، فلسطين، قطر و الجزائر) ليست أعضاء في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي و تظهر كل من سوقي الإمارات العربية المتحدة

* تم مؤخرا إضافة سوق دبي للأوراق المالية ضمن قاعدة الصندوق.

و قطر* في قاعدة بيانات الأسواق الناشئة التي يصدرها Standard & Poor إلى جانب المجموعة الأولى. تصنف أسواق الأوراق المالية العربية ضمن ما يصطلح عليه "بالأسواق الناشئة"** باستثناء سوق الكويت الذي يظهر مع أسواق الدول المتقدمة في قاعدة بيانات الأسواق الناشئة Standard & Poor كما كان سوقا تونس و لبنان يظهران ضمن الأسواق الناشئة لكن بظهور ما يعرف بالأسواق الحدودية أصبحا يدرجان ضمن هذه الفئة.

يعود تاريخ تأسيس أغلب أسواق الأوراق المالية العربية إلى فترة السبعينات و الثمانينات***، باستثناء أسواق مصر، الذي يعتبر أول سوق عربي للأوراق المالية إذ يعود تاريخ إنشائها إلى سنة 1883 و تليها بورصة بيروت 1920 و بورصة الدار البيضاء (المغرب) 1929. إن المتتبع لتاريخ هذه الأسواق يلاحظ أن بوادر نشوء مثل هذه الأسواق كانت موجودة قبل تواريخ تأسيسها الرسمي حيث معظم الدول إن لم نقل كلها كانت لها شركات مساهمة يعود تاريخها إلى الثلاثينات مثل عمان (1930)، العربية السعودية (1934) و تونس (1937). و قد شهدت هذه الأسواق خلال هذه الفترات عدة قوانين تحاول كل مرة إعادة تنظيم الأسواق لتتدارك النقائص التي كثيرا ما كانت تظهر أثناء الممارسة و لتساير الأوضاع الاقتصادية المحلية و العالمية.

و قد عرفت بعض هذه الأسواق فترا ت ركود جعلتها تنطلق فيما بعد من الصفر. فمع بداية الستينات، ظهور النظام الاشتراكي في مصر غير من مصير البورصة. لقد كان تحويل المؤسسات الخاصة لملكية الدولة و لمحاولة الحد من اعتماد الاقتصاد على القطاع

---

* تدرج هاتان الدولتان في قاعدة بيانات الأسواق الناشئة S&P ضمن الدول المتقدمة كما هو الحال لدولة الكويت.

** الدول التي تظهر في قاعدة بيانات الأسواق الناشئة التي يصدرها Standard & Poor's 6 من بين 9 التي تنتمي لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي و هي الأردن، البحرين، العربية السعودية، الكويت، المغرب، تونس، سلطنة عمان، لبنان و مصر

*** تونس (1969)، عمان (1976)، الكويت (1977)، المملكة العربية السعودية (1984)، مسقط (1988)، و البحرين (1989).

الخاص نتائج سلبية مباشر و فورية على نشاط البورصة. كما تعرضت بورصة الدار البيضاء للانهيار بسبب هروب رؤوس الأموال و المستثمرين الأجانب بعد الاستقلال. و تعرضت بورصة بيروت للإغلاق لمدة ثلاثة عشر سنة بسب الحرب ليعاد فتحها في سنة 1993. فالملاحظ أن الأسواق التي كان من الممكن أن تكون الأنشط بحكم طول فترة تواجدها، لم تتح لها الفرصة أن تعمل بشكل مستمر منذ تاريخ إنشائها.

إذا كانت هذه الأسواق تعرضت للانهيارات للأسباب خارجية عن نشاط السوق مثل الحروب أو تغيير النظام الاقتصادي، فإن سوق الكويت كذلك عرف الركود و ذلك لأسباب داخلية متعلقة بنشاط السوق. ففي سنة 1982 عرف هذا السوق ما يسمى ب "أزمة المناخ" Al-Loughani ، (1999) . ظهر في سنة 1979 سوق موازي للأوراق المالية لسوق الكويت الرسمي و عرف بسوق المناخ. و كان ذلك نتيجة توقف الحكومة عن تأسيس الشركات العمومية و طرح الأسهم. و كان التداول في هذه السوق غير منظم يتم حول الشركات التي لم تحقق الشروط الرسمية للإدراج في السوق الرسمي. لقد ارتفعت الأسعار في سنة 1981 في السوقين الرسمي و الموازي بشكل حاد، و استمر ذلك إلى غاية مايو 1982، و كان ذلك نتيجة لسماح السلطات بالتداولات الآجلة سنة 1981. و كانت حينذاك الوضعية في السوق الرسمية تقدر ب 15 مليار $ مع تواريخ تسوية قد تصل إلى ثلاثة سنوات. و قد ظهرت البوادر الأولى للأزمة في أغسطس 1982 عندما هوى حجم التداول في سوق المناخ من 602 مليون سهم في جويلية إلى 72 مليون سهم في أوت و قد قررت السلطات في شهر أغسطس منع التداولات الآجلة و طلبت من المتعاملين في السوق الاتفاق على التسوية مع الدائنين. و مع ذلك استمرت الأزمة إلى غاية نهاية 1982 حيث بلغت القيمة الإجمالية للشيكات الآجلة، المستعملة في التداولات الآجلة، بعد الانهيار 93 مليار $ منها 17 مليار$ تخص السوق الرسمية و الباقي يخص السوق الموازي. و تمثل هذه القيمة ستة مرات كتلة النقود المعروضة في البلد.

لإعادة النشاط للسوق و تدارك النقائص التي أدت إلى هذه النتائج السلبية ظهر قانون* 1984 تلاه بعد ذلك قانون 1988 الذي سمح بتغيرات مهمة تمس بنية السوق. إثر هذه الأزمات لم يتمكن السوق من بداية استعادة نشاطه إلى في سنة 1985 و قد تمكن من تحقيق نتائج جد معتبرة سنة 1988 و كان ذلك نتيجة للاستقرار الذي ساد بعد انتهاء الحرب العراقية الإيرانية، و استمر التداول في النمو و الاستقرار إلى غاية أغسطس 1990 حيث تم إغلاق السوق نتيجة لغزو العراق دولة الكويت. لم يستعيد السوق نشاطه إلا في سنة 1992 و تم دمج السوق الموازية مع السوق الرسمية سنة 1993.

بيئة أعمال الأسواق في الدول العربية

تاريخيا كانت بيئة الأعمال و حجم نشاط الأسواق المالية، في الدول العربية، محدود بدور الحكومة و البيئة المؤسسية للوساطة المالية(1994) Abisourour. لقد كانت الحكومة في الدول العربية، كما هو الحال في مختلف الدول النامية، هي المخطط و المسير و المنفذ لمعظم المشاريع الاقتصادية معتمدة في ذلك إما على تمويلات خارجية أو على الإدخارات المحلية التي تحول إليها عن طريق قروض من البنوك التجارية التي كانت تميز و تسيطر على القطاع المالي في هذه الدول.

سيطرة القطاع العام

كان للقطاع العام دورا هاما في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي في الدول العربية كما هو الحال في بقية الدول النامية. و هذا راجع إما لمتطلبات الانتقال من الفترة الاستعمارية أو مستوى مراقبة الحكومة للموارد الاقتصادية و مختلف النشاطات أو للتراكم المفاجئ لمخزونات مالية ضخمة من طرف القطاع العام. و قد زادت الحاجة لتطبيق مشاريع طموحة للتنمية الاقتصادية و الاجتماعية من تدعيم و تقوية دور القطاع

* للاضطلاع على النقاط التي تناولها هذا القانون يمكن الرجوع Al-Loughani، N. E (1999).

العام في هذه الدول. و كان لهذه السيطرة من طرف القطاع العام ا أثرين متناقضين على كل من الإدخارات، الاستثمارات و تخصيص الموارد، و بالتالي على تراكم راس المال و بنيات التنمية الاقتصادية. فمن جهة، تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ساعد على تطور البنية التحتية و مهد الطريق للنمو السريع للقطاع الخاص. لكن من جهة أخرى احتكار الدولة للنشاط الاقتصادي أثر سلبا على مجموع الإدخارات الوطنية و ذلك لأسباب عديدة Liaquat (1986) . فالنفقات المتزايدة على خدمات الدولة ترفع من الطلب الكلي و بالتالي ترفع من استهلاك هذه الخدمات الذي بدوره يؤدي إلى معدل ادخار وطني منخفض. و هذا كذلك بسبب اختلال في نظام السعر مما يجعل من تخصيص الموارد دون المستوى المطلوب و بالتالي ظهور الضغوطات التضخمية التي تؤثر سلبا على الاستثمارات و الإدخارات الكلية.

سيطرة القطاع المصرفي

تتميز البنية المالية في الدول العربية بسيطرة البنوك التجارية. و عرف عن هذه الأخيرة، تقليديا، أنها تقرض (تمول) المشاريع التجارية القصيرة الأجل. و لذلك وجود الأسواق المالية لتمويل النشاطات الاقتصادية يصبح ضروري. كذلك من بين المحركات لهذا التوجه نجد برامج الخصخصة التي سعت إليها الدول العربية و ذلك بسب انخفاض في الموارد التمويلية الخارجية إلى جانب محدودية توفر التمويل المحلي الناجمة عن انخفاض مستوى الإدخارات. و يمكن تلخيص أهم مميزات القطاع المالي في الدول العربية في النقاط التالية ، El-Arian, . And. Kumar (1995) :

- سيطرة المصارف التجارية.
- أسواق الأوراق المالية في هذه الدول صغيرة نسبيا (مقارنة مع الدول النامية الأخرى.)

- المشاركة الأجنبية في سندات الدولة محدودة في معظم الدول، بالمقابل هناك توضيفات مباشرة قليلة لأسهم أسواق الشرق الأوسط في الأسواق الأجنبية.
- عرض الشركات للأسهم ضعيف سواء بشكل مطلق أو بالنسبة لحجم الاقتصاد و هذا يعكس وجود عوامل عديدة تحد من الطلب و العرض للأسهم بما فيها امتلاك الشركات من قبل عوائل ترفض مشاركة الأجنبي لها في الملكية.
- كذلك في العديد من الدول يظل القطاع العام يلعب دور المهيمن على العديد من الأنشطة الاقتصادية. و بالتالي يظل عدد الشركات المدرجة في السوق ضعيف و يظل السوق عموما سطحيا.

الأطر القانونية و التشريعية لتنظيم عمل الأسواق

من الخطأ الاعتقاد أنه يمكن للقوانين أو التشريعات أن تنشئ أسواق المال و تضمن نجاحها. بل ما لم تتوفر الظروف، الاقتصادية والسياسية و الاجتماعية الضرورية لا يمكن لهذه الأسواق أن تنشأ و تنمو. كما أنه عند مستوى معين من إمكانيات السوق، يكون إدخال الإطار التشريعي و القانوني على السوق حافزا له. بل بدون إطار تشريعي و قانوني ملائم تكون السوق سطحية (ضحلة) و لا توفر المعلومات الضرورية للمتعاملين فيها و غالبا غير رسمية، لا تتمتع بالشفافية و معرضة للنتائج السيئة للمضاربة. لم تكن قوانين الشركات في العديد من الدول العربية تأخذ بعين الاعتبار ديناميكية البنية الحديثة للأعمال، بل قد تحمل في طياتها ما يؤشر سلبا على هذه السوق كما أشارت إليه تقارير صندوق النقد العربي Abisourour (1994). تأسست أسواق الأوراق المالية في الدول العربية بموجب قوانين تأسيسية تحدد مهام السوق و ترقيتها و تنظيم نشاطاتها و طرق التداول فيها، إلى جانب وضعها لشروط إدراج الشركات في السوق و ميكانيزمات المقاصة و التسوية و غيرها من الإجراءات التي تسعى لضمان التخصيص الفعال للموارد و حماية المستثمرين. لكن تظل هذه الأسواق، بدرجات متفاوتة، تعاني من بعض النقائص كعدم ارتقاء المعايير المحاسبية و نوعية المعلومات التي يفصح عنها

للمستوى المعمول به في الأسواق العالمية و حتى بعض الأسواق الناشئة*.

مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية العربية**

عندما نتحدث عن تطور أسواق الأوراق المالية قد نصطدم بعدم وجود مصطلح موحد و مقياس موحد لهذا التطور. سنحاول من خلال هذا العرض تقديم أكبر عدد ممكن من المؤشرات المتداولة في الأدبيات المالية مثل تلك التي أوردتها دراسة Demirguc Kunt, and Levine (1996). من بين المؤشرات التي يمكن أن تعطينا فكرة عن تطورات الأسواق نجد: حجم السوق، سيولة السوق، تركيز السوق، التطور المؤسسي للسوق، تذبذب السوق و اندماج السوق مع أسواق راس المال العالمية بالإضافة إلى فعالية الأسواق .

إن استعمال أي مؤشر من هذه المؤشرات بمفرده قد لا يعطي مقياسا دقيقا عن تطور السوق، فللاقتراب أكثر للتقييم الدقيق لتطور السوق يجدر بنا أن نستعمل كل هذه المؤشرات. و قد يكون للمؤشر الواحد عدة مقاييس فنحاول الإلمام بها جميعا لاستعمال أقصى حد من المعلومات التي تحويها هذه المقاييس. من ناحية ثانية قد لا يكون للمؤشرات نفس الاتجاه أي قد تتمتع سوق ما بمؤشر جيد دون الآخر حيث المؤشرات المختلفة تقيس جوانب مختلفة من تطور الأسواق، و هنا قد نتساءل كيف يمكن تصنيف هذه الأسواق حسب درجة

* هذه النقائص على سبيل الذكر و ليس الحصر.
** نظرا لمشكلة توفر المعطيات سوف يقتصر تحليلنا على الأسواق المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي .

تطورها ؟ للإجابة على هذا السؤال نحاول استعمال مؤشر مركب* يجمع بين مختلف المؤشرات.

حجم أسواق الأوراق المالية في الدول العربية

مما يميز الأسواق عن بعضها البعض نجد نسبة رسملة السوق و عدد الشركات المدرجة. Pagano (1993). و يستعمل المحللون عموما نسبة رسملة السوق لقياس حجم السوق. و هذه النسبة هي عبارة عن قيمة الأسهم المدرجة في السوق (رسملة السوق) مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. و التفسير الاقتصادي وراء استعمال هذا المؤشر هو أن حجم السوق يكون مرتبط إيجابيا بالقدرة على تعبئة راس المال و التنويع في المخاطرة. بلغ متوسط رسملة سوق الأوراق المالية في الدول العربية 119.25 مليار $ للفترة 2000/94. و تعود حصة الأسد فيه للعربية السعودية بنسبة 42.8 % ، تليها في الترتيب مصر التي بلغ متوسط رسملة سوقها 19.38 مليار $ و هذه النتيجة تعتبر تطور مميز للسوق المصرية فهي تمثل مضاعف 7 مرات رسملة السوق لسنة 1994 . لقد كانت سوق الأوراق المالية الكويتية تحتل المرتبة الثانية بعد العربية السعودية طيلة الفترة الممتدة من 94-97 و كانت خلال نفس هذه الفترة السوق المصرية في المرتبة الثالثة، إلا أن الأوضاع انقلبت بين السوقين في سنة 1998 حيث عرفت سوق الكويت انخفاض في رسملة سوقها ب32.5% ما يعادل انخفاض في راس المال بمقدار 8.8 مليار $. و هذا الانخفاض في رسملة السوق عرفته معظم الدول بما فيها العربية السعودية و التي بلغ مقدار الانخفاض في رسملة سوقها ضعف ما تعرضت له سوق الكويت و هو 16.8 مليار $ أي نسبة 28.3%. و لم تشهد هذه السنة ارتفاع في رسملة السوق إلا في مصر حيث ارتفعت رسملة سوقها بنسبة 16.8% و المغرب التي عرفت ارتفاع بنسبة 27.35%.

---

* لقد استعمل هذا المؤشر المركب من طرف كل من Demirguc-Kunt, A. And Maksimovic, V. (1996), Demirguc-Kunt, and Leving, R. (1996), and Zervos, S. (1996).

يعود تراجع أداء الأسواق خلال 1998 إلى سببين رئيسيين : يتمثل السبب الأول في تباطؤ النمو الاقتصادي في بعض الدول و خاصة في الدول النفطية بسبب انخفاض أسعار النفط بشكل كبير خلال هذه السنة مما أثر على ربحية الشركات و بالتالي أدى إلى انخفاض في أسعار أسهمها و تراجع ثقة المستثمرين في الأسواق . و السبب الثاني يتمثل في استمرار موجة التصحيح في أسعار الأسهم بعد الارتفاعات الكبيرة التي شهدتها معظم الأسواق خلال 1997 حيث بلغ ارتفاع أسعار الأسهم نحو 15.4%. و يعود هذا الارتفاع إلى تضافر عدة عوامل منها التوسع الملحوظ في الائتمان و التسهيلات الممنوحة من قبل المصارف التجارية لعملائها لأغراض تشجيع التعامل بالأوراق المالية، و هذا ما أدى إلى ارتفاع الطلب على الأوراق المالية في الوقت الذي اتسمت فيه الأسواق بمحدودية العرض في الأوراق المالية بصفة عامة و الأوراق المتاحة للتداول بصفة خاصة*. يعتبر سوقا تونس و لبنان للأوراق المالية من أصغر الأسواق من حيث رسملة السوق ، حيث بلغ متوسط رسملة السوق في كلاهما 2.89 مليار $ و 2.24 مليار $ على الترتيب. و لا تفوتنا هنا أن نذكر أن السوق اللبنانية ظلت مغلقة لمدة ثلاثة عشر سنة و لم تستعيد نشاطها إلى في 1996، بينما سوق تونس تنشط بشكل مستمر منذ نشأتها سنة 1969.

للتحليل أكثر و التمعن في نتائج هذه الأسواق نتناول معدل رسملة السوق الذي هو عبارة عن نسبة رسملة السوق للناتج المحلي الإجمالي. تعتبر دولة البحرين الدولة العربية الوحيدة التي معدل نسبة راس المال للناتج المحلي الإجمالي فيها يتجاوز الواحد كما هو الحال في سوقي الولايات المتحدة و بريطانيا. يلي البحرين ، سوق عمان حيث يقدر معدل نسبة رسملة السوق للناتج المحلي الإجمالي 0.70 و هو مماثل لمعدل نسبة رسملة سوق اليابان. يقدر هذا المؤشر في سوق الكويت ب 0.64 و هي قيمة أكبر من قيم أسواق المكسيك البرازيل و الهند حيث تتراوح النسبة في هذه الأسواق بين 0.30 و 0.34 ، بينما تقترب سوق السعودية و المغرب من هذه الأسواق الأخيرة حيث يقدر معدل نسبة رسملة

* التقرير الاقتصادي العربي الموحد 1999.

السوق في كل منهما ب 0.36 و 0.30 على الترتيب. يعتبر سوقا مصر و مسقط من الأسواق التي تتميز بمعدل نسبة رسملة السوق منخفض حيث يقدر ب 0.24 مما يشير إلى ضعف العمق المالي و ضعف تطور القطاع المالي(1999) Kumar and Tsetsekos . الذي يميز الأسواق الحديثة النشأة.

إذا ما حاولنا استعمال عدد الشركات المدرجة كمؤشر إضافي لتقييم حجم السوق، نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في مجموع الأسواق العربية سنة 2000 يقدر ب 1678 شركة محققا بذلك زيادة 54.1% مقارنة بسنة 1994. و يقدر متوسط عدد الشركات للفترة 94– 2000 ب 1320 شركة لمجموع الدول، تمثل مصر المرتبة الأولى بنسبة 61.1 % من مجموع عدد الشركات حيث بلغ متوسط عدد الشركات 807 شركة تليها في الترتيب و من بعيد الأردن بمتوسط 128 شركة. تأتي في المرتبة الأخيرة لبنان بمتوسط للفترة 96–2000 ب 10 شركات. إن الملفت للنظر في هذا المؤشر هو أن مسقط تحتل المرتبة الثالثة من حيث متوسط عدد الشركات و ذلك قبل سوقي العربية السعودية و الكويت اللتان يقتربان كثيرا من حيث هذا المؤشر الذي يبلغ في كل منهما 70 و 69 شركة على الترتيب.

مما يستدعى البحث و التريث في هذه الأرقام هو الفرق الشاسع بين سوق مصر و بقية الأسواق الأخرى. إن عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المصرية سنة 1996 بلغ 646 شركة من بينها 532 شركة مغلقة أي 82.4% و قدرت هذه النسبة لسنة 1997 ب83.5%* حيث كانت هناك 543 شركة مغلقة من مجموع 650 شركة مدرجة في السوق. و الشركات المغلقة هي عبارة عن شركات عائلية لا يتجاوز عدد المساهمين فيها 15 مساهم و غالبا ما يكونون من نفس العائلة و أسهمها غير مطروحة للتداول العام و هي تلجأ للإدراج في السوق للاستفادة من مزايا ضريبية . حساب الفرق بين مجموع

* هذه الأرقام مأخوذة من "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية المصري في الفترة 1993-1997 من إعداد الدكتورة هالة حلمي السعيد.

الشركات و الشركات المغلقة يجعلها قريبة من الأردن. بمقارنة الأسواق العربية مع بعض أسواق الدول الناشئة نلاحظ أن متوسط عدد الشركات للدولة الواحدة يقدر ب 146 شركة و هو أقل من متوسط عدد شركات المكسيك لنفس الفترة الزمنية و التي بلغ 191.86 شركة مع الإشارة أنها أصغر الأسواق حجما مقارنة مع الهند و البرازيل. (جدول 1).

يتضح ضعف التداول مقارنة بعدد الشركات المدرجة في السوق المصرية بحساب متوسط التداول للفترة 2000/94 حيث تحتل مصر المرتبة الثامنة بمتوسط تداول 5.92 مليون $ للشركة و هو ما يمثل أقل من نصف متوسط التداول في السوق الهندية. إن متوسط التداول للشركة في سوق الكويت التي تحتل المرتبة الأولى يقدر بـــ 173.33 مليون $ و هو أقل من متوسط تداول سوقي المكسيك و البرازيل الذي يبلغ على الترتيب 242.94 مليون $ و 230.13 مليون $ (جدول 1). إن الملفت للنظر في الدول العربية هو أن سوق بيروت مع ضعف عدد الشركات المدرجة فيها إلا أن متوسط التداول فيها أكبر من معظم الدول العربية الأخرى فهو يحتل المرتبة الثالثة بعد الكويت و السعودية. مقارنة مع الدول المتطورة نلاحظ أن متوسط التداول في بريطانيا يقدر بـــ 467.69 مليون $ أي تقريبا ضعف متوسط التداول في سوق المكسيك مع الإشارة إلى أن هذه الأخيرة لديها أكبر متوسط ضمن الأسواق الناشئة موضع المقارنة و بريطانيا لها أضعف متوسط بين السواق المتطورة قيد المقارنة. دائما في نفس الاتجاه، حساب لوغاريتم متوسط حجم الشركات Kumar and Tsetsekos (1999) يصنف سوق مصر في المرتبة الأخيرة مما يدل على ضعف انتشار قطاع الشركات في الاقتصاد المصري مقارنة مع الأسواق العربية الأخرى. إن متوسط حجم الشركات في العربية السعودية و الذي يقدر بـــ 6.5، لا يختلف كثيرا على ما هو عليه في الدول المتقدمة الذي يتراوح فيما بين 6.82 و 7.20. كذلك نلاحظ أن سوق بيروت يأتي في المرتبة الثالثة من حيث هذا المؤشر الذي يقدر ب 5.39 بينما يقدر في سوق الهند بـــ 3.17.

جدول 1 : متوسط مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية العربية و بعض الأسواق الناشئة والمتطورة 2000/1994

البلدان	عدد الشركات	رسملة الأسواق مليار $	قيمة الأسهم المتداولة مليار $	متوسط التداول مليون $	دوغاريتم متوسط حجم الشركات	معدل رسملة السوق	نسبة التداول الناتج المحلي	معدل دوران السهم	الأسواق الناشئة و الأسواق المتطورة 2000/94النسب
عمان	128	5.14	0.50	4.07	3.72	0.70	0.07	0.10	11.21
البحرين	39	6.18	0.31	7.83	5.05	1.01	0.05	0.05	20.12
تونس	34	2.89	0.39	11.96	4.45	0.16	0.02	0.13	30.75
السعودية	70	50.79	11.75	164.65	6.56	0.36	0.08	0.23	26.72
مسقط	111	3.74	1.22	10.16	3.45	0.24	0.08	0.25	51.44
الكويت	69	18.72	11.90	173.33	5.60	0.64	0.41	0.56	25.30
لبنان	10	2.24	0.25	26.45	5.39	0.11	0.01	0.10	21.03
مصر	805	19.38	5.22	5.92	3.09	0.24	0.06	0.22	32.39
المغرب	52	10.20	1.04	19.83	5.20	0.30	0.03	0.09	21.91
المتوسط	146.43	13.25	3.62	47.13	4.71	0.42	0.09	0.19	0.27
فنزويلا	519.71	203.48	119.87	230.13	5.96	0.31	0.18	0.60	99.74
الهند	5616.14	134.81	75.38	13.03	3.17	0.34	0.18	0.53	146.03
المكسيك	191.86	122.15	46.99	242.94	6.44	0.30	0.12	0.39	32.20
المتوسط	2109.24	153.48	80.75	162.03	5.19	0.32	0.16	0.51	0.93
فينان	2376.57	3270.38	1480.86	616.24	7.20	0.70	0.32	0.46	27.08
الولايات المتحدة	8045.43	10987.05	12800.70	1620.46	7.14	1.29	1.45	1.06	11.28
بريطانيا	2125.00	2034.15	966.65	467.69	6.82	1.56	0.73	0.45	9.46
المتوسط	4182.33	5430.52	5082.74	901.46	7.06	1.18	0.83	0.66	0.16

المصدر: حسابات بالاعتماد على قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية (صندوق النقد العربي) و التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

سيولة الأسواق المالية في الدول العربية

بالرغم من تعدد التعاريف النظرية للسيولة التي وضعها الاقتصاديون، فإن المحللين يستعملون عادة مصطلح السيولة في سوق الأوراق المالية للدلالة على سهولة البيع و الشراء دون تكاليف معتبرة(1996) Demirguc-Kunt and Levine مما يقلل من مخاطرة الاستثمار و يسهل الاستثمارات على المدى الطويل و الأكثر ربحية. تعتبر السيولة من أهم مميزات تطور سوق الأوراق المالية. فنظريا الأسواق التي تتمتع بسيولة عالية تحسن من تخصيص راس المال و تعزز تدفقات النمو الاقتصادي في المدى الطويل. من مقاييس السيولة نجد نسبة مجموع قيمة التداول للناتج المحلي الإجمالي، و هذا المقياس يعطينا فكرة عن السيولة مقارنة بحجم الاقتصاد الوطني.

يتراوح متوسط نسبة التداول للناتج المحلي الإجمالي في أسواق الأوراق المالية العربية بين 0.01 في لبنان و 0.08 في كل من العربية السعودية و مسقط. و هكذا تكون السيولة في أسواق الأوراق المالية العربية أقل مما هي عليه في بعض الأسواق الناشئة كالبرازيل و الهند حيث تقدر هذه النسبة ب 0.18 و المكسيك و تقدر بـــ 0.12. أمام هذه السيولة الضعيفة ينفرد سوق الكويت بسيولة مرتفعة نوعا ما إذ تقدر متوسط نسبة التداول للناتج المحلي الإجمالي 0.41 و هي نسبة أكبر من متوسط نسبة سوق اليابان للفترة 94-2000 و هي مماثلة لمتوسط الفترة 86-93 لسوقي الولايات المتحدة و بريطانيا Demirguc and Levine(1996) . إن نسبة رسملة السوق تعطينا فكرة عن حجم السوق بينما نسبة التداول للناتج المحلي تعطينا فكرة عن سيولة السوق و إن استعمال كلا المؤشرين يعطينا فكرة أوضح عن السوق. فمن الجدول (1) نلاحظ أن سوق البحرين كبيرة نسبيا، لكن التداول فيها ضعيف مقارنة بسوق مسقط التي تعتبر أصغر حجما لكن أكثر تداولا. بينما نلاحظ أن سوق الكويت يتمتع بالحجم الكبير نسبيا و بالسيولة المرتفعة. أما سوقي لبنان و تونس فيتميزان بالحجم الصغير و السيولة المنخفضة. إن المقياس الثاني للسيولة يتمثل في معدل دوران السهم، و الذي يقاس بالنسبة بين مجموع قيم تداول الأسهم

و رسملة السوق. و تعتبر القيمة العالية لمعدل دوران السهم مؤشر لتدني (لانخفاض) تكاليف التداول. كذلك يعتبر معدل دوران السهم مؤشر لمستوى نشاط السوق و يقيس خواص البنية المؤسسية بحيث يعطينا فكرة على التدفق الحر للمعلومات و سرعة استيعابها و انعكاسها المباشر في السعر أي فعالية السوق Kumar and Tsetsekos (1999) إلى جانب تمتع سوق الكويت بالحجم الواسع و السيولة العالية فإنها كذلك يتمتع بمعدل دوران السهم عالي حيث يقدر المتوسط للفترة 94-2000 ب 0.56 و هذه القيمة أكبر من قيمة سوقي الهند و المكسيك بل و أكبر من سوق اليابان و المملكة المتحدة. يتراوح متوسط معدل دوران السهم في بقية الأسواق العربية بين 0.26 و 0.05 و هي قيم كلها أقل من متوسط قيم الأسواق الناشئة المأخوذة في العينة للمقارنة.و من الملاحظ أنه إذا كان سوق البحرين الأول من حيث الحجم فإنه من ناحية معدل دوران السهم يأتي في المرتبة الأخيرة بقيمة 0.05 مما يشير إلى أنه قد تكون السوق كبيرة لكن التداول فيها محدود.

تذبذب العائد على الأسهم في أسواق الأوراق المالية

يعتبر التذبذب في عوائد أسواق الأوراق المالية من المميزات التي لقيت اهتماما كبيرا من حيث الدراسات النظرية و كذا من طرف المحللين و المهتمين بشؤون هذه الأسواق. و يعرف التذبذب بأنه التغيرات التي يشهدها العائد في سوق الأوراق المالية و الذي يعكس وصول معلومات جديدة قد تخص الأرباح المستقبلية أو حركة في معدلات الفائدة الحقيقية المتوقعة .Summers (1986), Shiller (1981). و تقاس المخاطرة بالتذبذب و ذلك باستعمال الانحراف المعياري. و تتميز الأسواق الناشئة بالتذبذب العالي و عدم فعالية الأسعار و هذا قد يعكس التأخر في وصول و استيعاب المعلومات الجديدة، وجود عمليات داخلية بالسوق insider trading و تداولات غير دائمة و ضعف التداولات Feldman .and kumar (1995)

يمكن أخذ فكرة أولية* عن التذبذب في أسواق الأوراق المالية العربية و بعض الأسواق الناشئة و المتطورة بحساب الانحراف المعياري للعوائد السوق للفترة 2000/94. يتم حساب مؤشرات العائد بالاعتماد على مؤشرات الأسعار التي يعدها صندوق النقد العربي و ذلك من العلاقة:

$$R_t = \Delta Ln(P_t)$$

حيث R هي مؤشر العائد في الفترة t و Ln(P) هي لوغاريتم مؤشر السعر للفترة t.

إن التذبذب في أسواق الأوراق المالية العربية يتراوح بين0.11 (الأردن) و 0.51 (عمان) و إن كان التذبذب يبدو في هذه الدول اكبر منه في الدول المتطورة التي يتراوح فيها التذبذب بين 0.09 (بريطانيا) و 0.27 (اليابان) إلا أنه يلاحظ بأن أغلب الأسواق (6 من أصل 9) لديها تذبذب أقل من تذبذب اليابان، في حين يقترب تذبذب الأردن من تذبذب الولايات المتحدة. نلاحظ أن سوق لبنان أقل تذبذبا من سوقي الكويت و العربية السعودية مما يشير لصغر حجم السوق و عدم عمقها. كما نلاحظ أن سوق مصر من بين الأسواق الأكثر تذبذبا حيث تأتي في المرتبة الثامنة بقيمة 0.32 و هي قيمة مماثلة لسوق المكسيك التي تعتبر أقل من سوقي الهند و البرازيل. و قد يرجع هذا الارتفاع في التذبذب في السوق المصرية لضعف التداول الذي سبق و أن أشرنا إليه**.

قد نتساءل ما هي السوق الأكثر تطورا من بين الأسواق العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي؟ إن الإجابة على هذا السؤال ليست سهلة. لقد لاحظنا بأنه قد تكون السوق كبيرة و غير سائلة و قد تكون سائلة و لكنها صغيرة الحجم فأيهما الأكثر تطورا ؟ . لتجاوز هذه العقبة نحاول الأخذ بعين الاعتبار كلا المؤشرين في نفس الوقت لتقيم تطور هذه الأسواق و محاولة ترتيبها حسب درجة تطورها. من أجل هذا نقوم بحساب مؤشر مركب يجمع بين حجم الأسواق و سيولتها و يتم ذلك بحساب المتوسط لكل

* هناك طرق أكثر تعقيدا تسمح لنا بدراسة أدق للتذبذب خاصة و أنها تستعمل معطيات أسبوعية

** من بين أسباب ارتفاع التذبذب يذكر ضعف التداول Feldman and Kumar (1995)

من معدل رسملة السوق، نسبة التداول للناتج المحلي و معدل دوران السهم (جدول 2). نلاحظ من هذا الجدول أن سوق الكويت تعتبر الأكثر تطورا من الأسواق العربية الأخرى، بل أكثر تطورا من سوق اليابان*. تأتي سوق البحرين في المرتبة الثانية بن الأسواق العربية و المرتبة الخامسة بعد أسواق الولايات المتحدة، بريطانيا، الكويت و اليابان، و بهذا الترتيب تبدو أكثر تطورا من بقية الأسواق العربية و الأسواق الناشئة (البرازيل، المكسيك و الهند).

تعتبر سوق عمان من الأسواق الأكثر تطورا فهي تأتي في المرتبة الثالثة ضمن ترتيب الأسواق العربية و بذلك تبدو أكثر تطورا من سوقي المكسيك و العربية السعودية هذه الأخيرة التي تحتل المرتبة الرابعة بين الأسواق العربية. من بين الأسواق الأقل تطورا نجد سوقي لبنان و تونس اللذان يحتلان المرتبة الثامنة و التاسعة على الترتيب ضمن الأسواق العربية. في محاولة لتصنيف الأسواق مع الأخذ بعين الاعتبار تذبذب السوق، نحسب مؤشر مركب ثاني (متوسط 2) و هو عبارة عن متوسط كل من معدل رسملة السوق، نسبة التداول للناتج المحلي، معدل دوران السهم و التذبذب. مع افتراض أن القيم الكبرى لتذبذب السوق ليست مؤشر جيد نضرب قيم التذبذب بـ (-1) في حساب المتوسط 2 . إن حساب هذا المؤشر لا يغير من ترتيب بعض الأسواق بينما يحسن في ترتيب البعض الآخر و يؤخر في ترتيب البعض الآخر. فالأسواق الخمسة الأولى وفق الترتيب الأول (الولايات المتحدة، بريطانيا، الكويت، اليابان و البحرين) لم يتغير ترتبها بإضافة التذبذب في حساب المؤشر المركب، مما يشير إلى أنها تتميز بتذبذب منخفض نسبيا كما هو الحال في الأسواق التي تحسن ترتيبها (المكسيك، المغرب، مصر، لبنان، العربية السعودية و عمان) عندما أخذنا التذبذب بعين الاعتبار. في حين، نلاحظ أن الدول التي

* يجب التأكيد هنا على أن هذا التصنيف يأخذ بعين الاعتبار حجم السوق و سيولته فقط فهو لا يأخذ بعين الاعتبار المؤشرات الأخرى لتطور السوق مثل الاندماج مع الأسواق المالية العالمية و التطور المؤسسي و التشريعي و غيرها من مميزات الأسواق المالية.

تعاني من تذبذب مرتفع نسبيا (البرازيل، الهند و مسقط) تأخر ترتيبها مقارنة بالترتيب السابق.

مؤشرات البنية و ا لتشريعات

يتأثر أداء أسواق الأوراق المالية بالعوامل التشريعية و المؤسسية Pagano (1993). فعلى سبيل المثال، إلزام المؤسسات و الوساطات المالية بالإفصاح عن المعلومات الموثوق فيها يمكن أن يعزز مساهمة المستثمرين في أسواق الأسهم. كما تشجع التشريعات، التي تغرس في نفوس المستثمرين الثقة في الوسطاء، تشجع الاستثمار و التداول في سوق الأوراق المالية. لقد استعمل Demirguc-kunt and Levine (1996) في دراسة خاصة بتطور سوق الأوراق المالية و الوسطات المالية، استعملا سبعة مؤشرات لقياس تطور المؤسسة في أسواق الأوراق المالية الناشئة. تمثلت هذه المؤشرات في :

- المعلومات الخاصة بنشر المؤسسات للمعلومات المتعلقة بالسعر و العوائد في منشورات دولية.
- مدى تطبيق معايير المحاسبة المعمول بها دوليا و نوعية القوانين التي تحمي المستثمر حيث تصنف كل منهما من طرف شركة المالية الدولية إلى ضعيفة مقبولة و جيدة.
- وجود هيئة رقابة.
- دخول و خروج الأجانب إلى و من الأسواق المحلية، حيث يتم التركيز على إعادة توطين الأرباح وإعادة توطين راس المال و السماح للأجانب بالاستثمار في الأسواق المحلية. هنا يميز بين ثلاثة حالات حيث قد يكون تدفق راس المال ممنوع كليا أو جزئيا أو قد يكون حرا.

فبعد حساب مؤشر متوسط لهذه المؤشرات رشح من هذه الدراسة أنه من بين ما يميز الأسواق الناشئة نجد، عدم إتباع معايير دولية للمحاسبة، وضع قيود على تدفقات راس

المال، و عدم نشر معلومات السعر و العائد بشكل منتظم و تجدر الإشارة هنا إلى أنه قد لا تجتمع كل هذه النقائص في نفس السوق.

البنية التحتية المؤسسية

تعرف البنية التحتية المؤسسية لسوق الأوراق المالية بالعوامل المتعلقة بالمعلومات المنشورة و تنظيمات الدخول و الخروج إلى و من السوق و ببنية الضرائب. في محاولة منها لتعزيز الإفصاح تقوم، معظم الأسواق العربية للأوراق المالية بإصدار نشرات يومية و أسبوعية و شهرية و سنوية، تتضمن معلومات عامة عن السوق و قرارات مجلس الإدارة و معلومات عن أحجام التداول و مؤشرات الأسعار. كما أبرمت بعض الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنقل المعلومات الخاصة بالتداول و من أهمها شركة Bloomberg و شركة Reuters. كما توجهت كل هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الإنترنت و ذلك للتعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها. و قد تضمنت مواقع البورصات العربية على هذه الشبكة معلومات عن تاريخ نشأتها، عن التداول، بعض المعلومات المتعلقة بنشاط البورصة و أهم التشريعات و القوانين المتعلقة بها*. و مع هذه المجهودات المبذولة في الإفصاح و الشفافية إلا أنها لم ترتقي للمستوى المعمول به في الأسواق المتطورة و حتى بعض الأسواق الناشئة و هذا على الأقل فيما يخص نشر بعض النتائج التي تحققها السوق. فمثلا، فيما يخص نشر المعلومات الخاصة بالأرباح الموزعة للسهم الواحد مضاعف السعر للعائد و مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية في قاعدة بيانات الأسواق الناشئة التي يصدرها Standard & Poor كانت سوق عمان السوق الوحيدة التي تنشر هذه المعلومات من قبل سنة 1994 و لم تنشر أسواق تونس، مصر و المغرب هذه المعلومات إلا ابتداء من سنة 1996 مع أن تاريخ بداية نشاط هذه الأسواق

* التقرير الاقتصادي العربي الموحد (2000).

يعود إلى قبل هذه السنة بعشرات السنين. بدأت سوق السعودية بنشر هذه المعلومات ابتداء من سنة 1989 بينما بقية الأسواق* بدأت تنشر هذه النتائج ابتداء من 1999.

جدول (2) : مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و بعض الدول النامية و المتطورة 2000/1994

المؤشرات	معدل رسملة السوق	نسبة التداول للناتج المحلي	معدل دوران الأسهم	التذبذب	متوسط 1	متوسط 2
عمان	0.70	0.07	0.10	0.11	0.29 (8)	0.19
البحرين	1.01	0.05	0.05	0.20	0.37 (5)	0.23 (5)
تونس	0.16	0.02	0.13	0.31	0.10 (14)	0.00 (14)
السعودية	0.36	0.08	0.23	0.27	0.22 (10)	0.10 (8)
مسقط	0.24	0.06	0.26	0.51	0.19 (11)	0.02 (12)
الكويت	0.64	0.41	0.56	0.25	0.54 (3)	0.34 (3)
لبنان	0.11	0.01	0.10	0.21	0.07 (15)	0.00 (13)
مصر	0.24	0.06	0.22	0.32	0.17 (12)	0.05 (9)
المغرب	0.30	0.03	0.09	0.22	0.14 (13)	0.05 (10)
البرازيل	0.31	0.18	0.60	1.00	0.36 (6)	0.02 (11)
الهند	0.34	0.18	0.53	1.46	0.35 (7)	-0.10 (15)
المكسيك	0.30	0.12	0.39	0.32	0.27 (9)	0.12 (7)
اليابان	0.70	0.32	0.46	0.27	0.49 (4)	0.30 (4)
الولايات المتحدة	1.29	1.45	1.06	0.11	1.27 (1)	0.92 (1)
بريطانيا	1.56	0.73	0.45	0.09	0.91 (2)	0.66 (2)

المصدر: حسابات من قاعدة بيانات أسواق اوراق المالية العربية (صندوق النقد العربي) و التقرير الاقتصادي العربي الموحد مختلف الأعداد.

* باستثناء سوق الكويت الذي لا يصنف ضمن الأسواق الناشئة .

متوسط1: متوسط مؤشرات الحجم و السيولة(متوسط العمدة الثلاثة الأولى)

متوسط2 : متوسط مؤشرات الحجم، السيولة و التذبذب

الأرقام بين قوسين في العمودين الأخرين تمثل ترتيب السوق.

لم يكن نشر هذه المعلومات في قاعدة بيانات الأسواق العربية التي يصدرها صندوق النقد العربي، منذ 1995، بأحسن حال، إذ لم يشرع في إدراج هذه المعلومات في هذه القاعدة إلا ابتداء من منتصف سنة 1997 و حينذاك لم تنشر كل الدول هذه المعلومات. فكانت أول الأسواق التي بدأت بالنشر هي أسواق كل من عمان، تونس، العربية السعودية، مسقط و المغرب. بينما معلومات سوق البحرين لم تنشر إلا ابتداء من سنة 2000 و ظلت كل من أسواق الكويت، لبنان و مصر إلى غاية سنة 2000 لا تنشر هذه المعلومات في هذه القاعدة.

فيما يخص هيئة مراقبة السوق، فلقد كانت معظم الأسواق العربية للأوراق المالية، إن لم نقل كلها، في بداية نشأتها تقوم بالرقابة، إلا أنه تدريجيا، بدأت تتوجه نحو الفصل بين مهمة السوق كهيئة تنفيذية و مهمة الرقابة كهيئة تشريعية و رقابية كما هو الحال في أسواق الدول المتطورة. هناك خمسة دول (الأردن، تونس، مسقط، مصر و المغرب) من بين التسعة لديها هيئة رقابة مستقلة عن هيئة البورصة. كذلك لا تمتلك كل الدول مراكز للإيداع و الحفظ المركزي و هيئات للمقاصة. بينما سعت كل الأسواق العربية* لاختيار التداول الإلكتروني، كما هو حال معظم الأسواق سواء كانت ناشئة أو متطورة مع أنه ليس شرطا ضروريا لترقية و تطوير السوق بل هناك جدال قائم حول أهمية استعمال التداول

* ما عدا سوق لبنان الذي وقع اتفاق مع بورصة باريس لقيام هذا النظام و بورصة البحرين الذي بدأ فيها نظام التداول الإلكتروني بشكل تجريبي.

اليدوي و التداول الإلكتروني و هناك غموض في تأثير نظام التداول على فعالية السوق و مصلحة المستثمر Madhavan (2000).

فيما يخص الدخول و الخروج إلى و من السوق فإن القوانين التي تمنع أو تحد من إعادة توطين العائد و راس المال و دخول الأجانب للسوق لا تشجع على تدفقات راس المال الأجنبي نحو الدول العربية. و قد سعت العديد من الدول العربية إن لم نقل أغلبها، ما عدا العربية السعودية، إلى جعل دخول و خروج الأموال على مختلف أشكالها (عوائد أو راس المال) حرا. أما حدود الاستثمار الأجنبي في الأسواق العربية فقد تراوحت بين 100% عموما بالنسبة لكل من مصر، الأردن (ما عدا بعض الاستثمارات)، لبنان و المغرب و 49% في كل من تونس و البحرين و مسقط مع اشتراط موافقة المؤسسة في هاتين السوقين الأخيرتين بينما يسمح لدول مجلس التعاون الخليجي بنسبة استثمار 100%. تنفرد العربية السعودية بفرض حدود أكثر صرامة حيث لا تسمح إلا بنسبة استثمار 25 % لدول مجلس التعاون الخليجي و يمكن لبقية الدول الاستثمار عن طريق صناديق الاستثمار. تعتبر الضرائب المفروضة على عوائد الاستثمار عامل غير محفز للمستثمرين خاصة الأجانب منهم. و يؤثر هذا العامل على السيولة و التداول في السوق Kumar and Tsetsekos (1999). تتراوح الضرائب المفروضة على عوائد الاستثمار في الأسواق العربية بين 0 و 30%. فإذا كانت القيمة المضافة لا يفرض عليها ضرائب في كل الدول العربية فإن بعض الدول تفرض ضرائب على الربح تتراوح بين 5% في المغرب و 10% في كل من لبنان و الأردن بينما لا تخضع الفائدة للضريبة إلا في المغرب و تقدر بـــ 30%.

البنية الجزئية للأسواق

إن تعدد الأنشطة التي يشهدها سوق الأوراق المالية وتعقيدها و تعدد المتعاملين في هذه السوق أدى إلى تخصص الدراسات وفقا لجوانب السوق المختلفة. فبينما تختص مالية المؤسسة بالإصدارات و كيفية الاختيار بين مختلف الأدوات المالية، تختص نظرية سوق

راس المال بالبحث في تسعير الأدوات المالية و دور الوساطة و تختص نظرية البنية الجزئية* في تفحص كيفية تداول الأوراق المالية و أثر أنظمة التداول على سلوك السوق و نجاحه. يطلق مصطلح البنية الجزئية للسوق على طرق التداول و أنظمة المعلومات التي تميز السوق(1994) Glen. فإذا كانت السوق، حسب النظرية الاقتصادية، علبة سوداء تدخل المعلومات و يخرج منها السعر، فإن نظرية البنية الجزئية تقوم بإلقاء الضوء على أهمية المميزات المؤسسية للسوق و ميكانيزمات التداول في تحديد سلوك السوق. فحسب هذه النظرية يتمكن صناع القرار السياسي و المكلفون بإدارة السوق من التأثير على التداول و سلوك الأسعار من خلال اختيارهم لأنظمة تداول و بنيات مؤسسية معينة. يمكن للبنية الجزئية أن تأثر على العرض و الطلب* من خلال جعلها للتداول سهلا أو صعبا، من خلال تأثيرها على تكلفة التداول و من خلال المعلومات التي توفرها للمتداولين و التي تحدد قراراتهم في الاستثمار.

إن التدفق الحر للمعلومات ضروري لفعالية السوق. كما تحدد شفافية السوق، أي إمكانية المشاركين في السوق من معرفة المعلومات التي تسير عملية التداول، الإستراتيجية التي يتخذها المشاركون في السوق مما يؤثر على أسعار السوق و توازنها. يحدد نوع التداول المعمول به حجم و اتجاه تدفقات الأوامر و مدى معرفة المشاركين في السوق بهذه المعلومات تؤثر على إمكانية نمو السوق. و هكذا نلاحظ أن للبنية الجزئية للسوق أثر واضح على تدفقات المعلومات للمساهمين و بالتالي تؤثر على قراراتهم في الاستثمار. Kumar and Tsetsekos (1991)

تكمن أهمية البنية الجزئية للسوق في الدور الذي تلعبه في تحديد المميزات الأساسية للسوق و المتمثلة في السيولة، الفعالية، تكاليف التداول و التذبذب. فإذا كانت للبنية الجزئية للسوق دورا هاما في نجاحها فإن اختيار البنية المثلى ليس بالأمر البديهي حيث لبعض

* للتوسع في هذا الموضوع يمكن الرجوع لدراسة Madhavamn (2000) الذي تلخص مختلف الدراسات النظرية و الأمبريقية و التجريبية التي تناولت هذا الموضوع.
* طبعا هذا إلى جانب تأثير الأساسيات الاقتصادية Economic fundamentals.

الخيارات تأثيرات متعاكسة على مميزات السوق فمثلا إجراءات توقيف التداول عندما يتجاوز السعر حد معين (circuit breakers) يحد من التذبذب لكنه في نفس الوقت يؤثر سلبا على سيولة السوق. لذلك على المكلفين بإدارة السوق التريث في اتخاذ القرارات الخاصة بالبنية الجزئية لأنه عندما يتم اختيار نظام تداول معين فإنه من الصعب تغييره. تتميز البنية الجزئية لسوق الأوراق المالية بالتعقيد و هي تتمثل في الأوجه المتعددة لعملية التداول فهي تختلف باختلاف طريقة التداول (تداول مستمر أو متقطع)، هل هناك صانعي السوق أم لا ، هل نظام التداول يدوي أم آلي، كما أنها تختلف باختلاف الأوامر المسموح بها في السوق الأوامر المحدودة و عمليات البيع القصيرة الأجل و غيرها.

إذا رجعنا للأسواق العربية فإننا نلاحظ أنها تتميز عن بعضها البعض من ناحية بنيتها الجزئية . فعلى سبيل المثال يوجد صناع السوق* بسوق البحرين كما انه يمكن للوسيط أن يكون فرد أو مؤسسة. بينما نجد في سوق السعودية بأنه لا يسمح بالوساطة إلا للبنوك** و التي تعمل فقط كوسيط بين بائعي الأسهم و الشارين و يتمثل ربحها في العمولة التي تتحصل عليها من خلال هذه العملية، أي لا يسمح لها بشراء الأوراق المالية لحسابها و من ثم إعادة بيعها محققة بذلك ربحا عن طريق الفرق بين سعري البيع و الشراء كما هو الحال في سوق البحرين و بعض الأسواق العربية الأخرى. كذلك كما أشرنا أعلاه فإن كل الأسواق العربية تميل لأنظمة التداول الآلية التي تحدد الطريقة التي يتم مقابلة بها أوامر البيع و الشراء و بالتالي تحديد، إلى حد ما، السعر الذي يتم به التداول.

---

* تعرف اللائحة الداخلية لسوق البحرين صانع السوق بأنه الشخص الطبيعي أو الاعتباري المرخص له من قبل مجلس الإدارة بالتعامل لحسابه كصانع سوق في قاعة التداول دون أن يكون له حق التوسط في إبرام الصفقات لحساب الآخرين.

** الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة " نشأتها و تطورها " عدد خاص 1997 . صندوق النقد العربي.

الخلاصة:

من أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة الأولية نلاحظ بأن هناك أسواق عربية كبيرة نسبيا لكن السيولة فيها ضعيفة مثل سوق البحرين، بينما قد تكون السوق صغيرة لكنها مرتفعة مثل سوق مسقط . كما أن هناك أسواق صغيرة و ضعيفة السيولة مثل سوقا تونس و لبنان و قد تكون السوق كبيرة و مرتفعة السيولة مثل سوق الكويت. فيما يخص تذبذب الأسواق العربية نلاحظ أن سوق عمان تعتبر أقل الأسواق تذبذبا بينما تكون سوق مسقط أكثر الأسواق تذبذبا و السوق الكويت متوسطة التذبذب. بمقارنة الأسواق العربية مع الأسواق الناشئة و المتطورة المأخوذة في العينة نلاحظ أن هناك أربعة أسواق (تونس، مسقط، لبنان و مصر) من بين التسعة تكون أصغر حجما من الأسواق الناشئة بينما معظم الأسواق (باستثناء البحرين و عمان) تكون أصغر من الأسواق المتطورة. أما فيما يخص السيولة فيمكننا القول أن الأسواق المتطورة تكون أكثر سيولة تليها الأسواق الناشئة و في المرتبة الأخيرة الأسواق العربية (باستثناء سوق الكويت) و ذلك باستعمال المقياسين المختلفين للسيولة.

فيما يتعلق بالتذبذب، تبدو أسواق البرازيل ، الهند و المكسيك أكثر تذبذبا من أسواق اليابان، الولايات المتحدة و بريطانيا و تبدو الأسواق العربية باستثناء سوق مسقط أنها متوسطة التذبذب تقع بين المجموعتين. لتصنيف هذه الأسواق حسب درة تطورها استعملنا مؤشر مركب يأخذ كل هذه المؤشرات بعين الاعتبار. و وفقا لهذا المؤشر تكون سو الولايا المتحدة في المرتبة الأولى تليها سوق بريطانيا و في المرتبة الثالثة سوق الكويت. كما تبدو العديد من الأسواق العربية الأخرى أكثر تطورا من بعض السواق الناشئة المأخوذة في العينة. لكن هنا يجد التنبيه إلى أن هذه النتائج ليست نهائية بل تحتاج للكثير من التدقيق و التوسيع. فعلى سبيل المثال هناك مؤشرات أخرى للتطور لم تؤخذ بعين الاعتبار مثل تطور البنية المؤسستية و التشريعية للسوق و هذه الأخيرة لها دور مهم في تطور السوق.

لاحظنا مما سبق أن أسواق الأوراق المالية تختلف باختلاف الدول و من حيث عدد الشركات المدرجة، عدد الشركات التي تدرج سنويا ، رسملة السوق و قيمة الأسهم المتداولة. هذه الفرو قات و إمكانية زيادة راس المال عن طريق الإصدارات الجديدة تعكس الفرو قات الموجودة في البنية الاقتصادية و المالية لهذه الدول بما فيها دور و حجم القطاع الخاص، إمكانية دخول السوق للأجانب، دور المصادر المالية البديلة، الإطار المؤسسي أي إجراءات المراقبة، المقاصة، و التسوية، الإطار التشريعي و القانوني الذي يحكم الاستثمار المحلي و الأجنبي. بالاظافة إلى هذا فإن تدفقات المعلومات و شروط الإفصاح، معايير المحاسبة و التدقيق المحاسبي، وجود مؤسسات درجة الملاءة كل هذه العوامل تلعب دورا مهما في تطور عمليات هذه الأسواق(Feldman and kumar 1995) إلى جانب هذا يجب توفر استقرار سياسي و ماكرو اقتصادي، مستوى معين من الإدخارات، إطار قانوني مرن، نظام ضريبي عادل و ناجع و نظام سعر تحدده قوى السوق(Abisourour(1994

إن الإطار المؤسسي في الأسواق الأكثر نضجا (تطورا) في الدول الصناعية يلعب دور كبير في تعزيز ثقة المستثمر و في تنافسية التداول . كما تتميز هذه الأسواق بسيولة و تداولات عالية ، سعة السوق تكون معتبرة و يلعب القطاع الخاص دورا مهما في الاقتصاد، المعلومات متوفرة بشكل واسع و معايير التقارير و الإفصاح عالية. بينما مما يعيق عرض الأسهم في الأسواق العربية عدم وجود الإطار المؤسسي و التشريعي و القانوني المناسب كما لاحظنا لا تحتوي كل الأسواق العربية على هيئة تنظيمية و رقابية مستقلة عن السوق كما أنه لا تحتوي كل الأسواق على هيئة التسجيل و الإيداع و الحفظ المركزي و إن كانت هذه الدول تسعى تدريجيا لتحسين وضعيتها. أما فيما يخص دور القطاع الخاص فمن جهة هناك تردد من طرف الحكومات في المضي في عملية الخصخصة* و من جهة ثانية نجد عدم رغبة أصحاب الشركات الخاصة في توسيع قاعدة ملكيتهم و هم لا يقبلون بالمراقبة التي تفرضها قواعد السوق وإلزامهم بنشر المعلومات

* قد يرجع لعدم استعداد الدولة عن التخلي عن سيطرتها عن الاقتصاد و من ناحية ثانية عدم استعداد لدولة لمواجهة المشاكل الاقتصادية الناجمة عن عملية الخصخصة.

الخاصة بشركاتهم. كما أن توفر بدائل لتمويل المشاريع أقل كلفة من الأسهم، مثل القروض، لا يشجع المستثمرين على اللجوء لإصدار الأسهم. كما أن نقص المعلومات و عدم جاهزيتها في الوقت المناسب و بشكل دقيق يؤدي إلى عمليات المضاربة التي لا تخدم مصالح جميع المستثمرين و بالتالي غرس عدم الثقة في نفوس المستثمرين مما يجعلهم ينصرفون عن السوق.

الـمـــــــراجع:

المراجع العربية:

1. التقرير الاقتصادي العربي الموحد(1999 و 2000) جامعة الدول العربية.
2. حسين ع.، برنية ي. م. و البيطار أ. (1999) "أسواق الأوراق المالية العربية: الأداء و التحديات"
3. السعيد، هالة حلمي (1998). "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية المصري في الفترة 1993-1997." مركز بحوث و دراسات الشرق الأوسط (237)، جامعة عين الشمس، القاهرة.
4. صندوق النقد العربي. (1997) "الأسواق العربية المشاركة في القاعدة" عدد خاص.
5. الندوة السنوية المشتركة حول "تطور القطاع الخاص في الاقتصاديات العربية" الكويت .صندوق النقد العربي.

المراجع الأجنبية:

1. Abisourour, A. (1994)."The Emerging Arab Capita Markets: Status، Role, and Development Prospects" . In Financial Policies and Capital Markets in Arab Countries. Ed Said El- Naggar. IMF .

2. Al-Loughani, N. E. (1999) "Recent Trends and Market Inefficiency in the Kuwait Stock Exchange : Evidence from the Post-Liberation Era." In Arab Markets Recent Trends and Performance. Arab Planning Institute Kuwait .

3. Demirguc.-Kunt, A. and Levine, R. (1996). "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts" . The World Bank Economic Review. Vol. (10) No 2 .
4. Demirguc.-Kunt, A. and Maksimovic V. (1996). "Stock Market Development and Financing Choice of Firms." The World Bank Economic Review. Vol. (10) No 2
5. El-Arian, M. and M. S. Kumar (1995). "Emerging Equity Markets in Middle Eastern Countries". International Monetary Fund Staff Papers Vol. (42) No.2 June 1995.
6. Feldman, R. A. and Kumar, M. S. (1995). "Emerging Equity Markets: Growth, Benefits, and Policy Concerns". The World Bank Research Observer Vol. (10) No 2 August 1995.
7. Geledan. Alain.(1991) "La bourse marche financier ou casino?" Editions Sirey .
8. Glen, J. (1994). "An Introduction to the Microstructure of Emerging Markets" Discussion Paper N0 24. International Finance Corporation, Washington, DC.
9. Greenwald (1982) , Donald , "Encyclopedia of Economics", McGraw Hill Book Company, New York, USA.
10. Kim, Dongcheol and Stanly Kon (1994), "Alternative models for the conditional heteroscedasticity of stock returns," Journal of Business, October, 1994, 67:563-598.
11. Kumar P.C. and Tsetsekos G.P. (1999) "The differentiation of emerging equity markets". Applied Financial Economics, 1999, 9, 443-453.
12. Levine, R. and Zervos, S. (1996). "Stock Market Development and Long-Run Growth." The World Bank Economic Review. Vol. (10) No 2
13. Liaquat,, A. (1986) "Stabilization Policies in Developing Countries," World Bank Research Observer, Vol. 1 No 1 pp. 79-110.
14. Madhavan. A (2000). "Market Microstructure: A Survey." Journal of Financial Markets Vol. 3 No 3.

15. Pagano, M. (1993). "The Flotation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure Model." European Economic Review 37: 1101-25.

16. Shiller, Robert J. (1981). "Do Stock Market Move too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends." American Economic Review 71(June):421- 36.

17. Summers, Lawrence H. (1986). "Does the Stock Market Rationally Reflect the Fundamental Values?". The Journal of Finance 41(July):591-601.