

كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع والطموح نظرة تحليلية
**Efficient The Arab financial markets happening & ambitions
 analysis looking**

Zuhier H. Salman

University Of Diyala

College of Administration & Economics

م.م. زهير حامد الزيدي

جامعة ديالى

كلية الإدارة والاقتصاد

ملخص البحث :

تمثل أسواق الأوراق المالية بالدول النامية عموماً والدول العربية خصوصاً أداء أساسية من أدوات النمو الاقتصادي لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي . وذلك من خلال خلق السيولة النقدية اللازمة للاستثمار والتنمية ، بالشكل الذي يجعل أسواق رأس المال أكثر جاذبية للمستثمرين في الحصول على التمويل طويل الأجل من خلال الإقبال على اقتناء الأصول المالية . ومن هذا المنظور سوف تركز الدراسة على كفاءة الأسواق المالية بصفة عامة من حيث مفهومها ، أهميتها خصائصها ، ثم نسلط الضوء على كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية من خلال تحليل تغيرات مؤشرات العام وتحديد المعوقات التي تقف بوجه رفع كفاءتها . ولتعزيز مكانتها والقيام بدورها وتوصلت الدراسة إلى نتائج منها انخفاض كفاءة أداء أسواق الأوراق المالية العربية بالمقارنة مع مثيلاتها من الأسواق الناشئة والمتطورة وضعف الدور الرقابي والتنظيمي . غياب التشريعات والأنظمة والقوانين المتعلقة بالأسواق المالية في أغلب البلدان العربية وغياب مؤسسات وساطة تتمتع بالخبرة وعدم استقلالية الأسواق المالية وهيمنة القطاع العام . إن التذبذب الكبير وعدم كفاءة الأداء وضعف الشفافية ، في أسواق الأوراق المالية العربية يجعلها طاردة للاستثمارات العربية التي وجدت في الأسواق الأخرى الأمريكية والأوروبية والآسيوية ملاذاً لها مما يحرم بلداننا العربية من فرصة استغلال الفوائض المالية العربية في التنمية الاقتصادية وكذلك عدم جذب الاستثمارات الأجنبية وقدمت الدراسة مجموعته

من التوصيات العمل على تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال تطوير القوانين والتشريعات ومواكبه التطور ، وتعزيز دور المؤسسات الرقابية وحوكمة الشركات وفصل بين المؤسسات التشريعية والبورصات . تعزيز الشفافية في نشر المعلومات وإلزام الشركات بإدراج كافة المعلومات المتعلقة بأدائها وقوائمها المالية وموازناتها ، وتشجيع المؤسسات الاستشارية ودعمها . تشجيع التعاون مع المنظمات المالية والمؤسسات الدولية ونشر التكنولوجيا الحديثة في الأسواق المالية والعمل على تطبيق معايير الكفاءة والأداء للمنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق الأوراق المالية .

المقدمة :

أن للأسواق المالية دوراً هاماً في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الاقتصاديات المعاصرة ، فهي تعمل على حشد المدخرات وتعبئتها وتوجيهها إلى الشركات والمشاريع الاستثمارية فهي بمثابة الجسر الذي يربط قطاعات الفئات المالي (أصحاب المدخرات) مع قطاعات العجز المالي (أصحاب الفرص الاستثمارية) . وقيام السوق بأداء دوره بنجاح في هذا المجال يساعد على تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ، فضلا عن أنه يعد عامل جذب للاستثمارات المحلية والأجنبية ، ومن ثم سد الفجوة التمويلية للمشاريع الاقتصادية والإنمائية ، وفجوة النقد الأجنبي لاسيما للبلدان العربية . لذا فإن كفاءة الأسواق المالية وتطورها ينعكس مباشرة على كفاءة وتطور الاقتصاد ككل .

وفي ظل التطورات العالمية واتجاه الأسواق المالية الدولية نحو الاندماج والتدويل في ظل العولمة ، إذ أصبح العالم كله بمثابة سوق مالية واحدة تتلاشى فيها الحدود الجغرافية والسياسية مع زيادة أهمية الأنشطة المالية . ولكي يتمكن سوق الأوراق المالية من تحقيق أهدافه فينبغي أن يتمتع بالكفاءة بمعنى أن تعكس أسعار الأوراق المالية فيه كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأوراق ' ليتسنى للمستثمرين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في ظل نوع من الاطمئنان وتقليل المخاطر . ومن هنا جاءت هذه الدراسة لتسليط الضوء على كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة للوقوف على تقييم موضوعي لكفاءتها .

فرضية البحث : يقوم البحث على فرضية مؤداها أن كفاءة أسواق الأوراق المالية تؤثر بشكل كبير على أداء الأسواق وعلى قرارات المستثمرين من خلال كفاءة المعلومات .

هدف البحث : يهدف البحث إلى تسليط الضوء على كفاءة أسواق الأوراق المالية وتقييمها من خلال استعراض لأدائها خلال العقد الأخير للوقوف على معوقات تحسين الأداء بهدف رفع الكفاءة .

منهجية البحث : اعتمد البحث في منهجه على الأسلوب الوصفي والعلمي ، الذي يستند على التحليل الوصفي والعلمي في هذا الإطار . وأن البحث يتضمن ثلاثة مباحث تناول المبحث الأول الأسواق المالية مفهومها ومكوناتها

الرئيسة وتناول المبحث الثاني كفاءة الأسواق المالية ومعاييرها وتناول المبحث الثالث كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع والطموح من خلال استعراض لأدائها وانعكاسات الأزمة المالية على كفاءة أدائها .

الأسواق المالية مفهومها ومكوناتها

تمهيد :

يشهد العالم تطورات وتغيرات جذرية عميقة مست جميع الجوانب الاقتصادية والسياسية ، ونلاحظ أن العالم برمته زاد اهتمامه بالمال ، وعليه كان لزاما البحث عن أماكن تواجهه ، والبحث عن طرق الحصول عليه والأسواق المالية تعد من ابرز الأدوات التمويلية لدى الكثير من الدول لذلك جعلتها في قمة الهرم المالي لديها ولمواجهة التطورات والتغيرات التي يعرفها العالم ، وهذا الدور الممكن أن تلعبه هذه الأسواق في تحقيق التنمية الاقتصادية وعدها كقاعدة أساسية من قواعد التمويل لذا كأن لا بد من إعطائها الأهمية البالغة .

المطلب الأول : الأسواق المالية المفهوم والأنواع

أولا : تعريف الأسواق المالية

الأسواق المالية financial markets ، هي المكان أو الحيز الذي تتجمع فيه طلبات بيع وطلبات شراء الأوراق المالية financial instruments ، التي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية ، ويعد وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وبسعر عادل .

تعنى الأسواق المالية العديد من المؤسسات المالية وبيوت السمسرة المالية أو مجموعاتها المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقرضين وسوق رؤوس الأموال كأى سوق آخر ، لكن سلعته الأساسية هي الأوراق المالية (أسهم وسندات) والسوق بهذا المفهوم لا يشترط أن يكون له وجود مادي ، فمهمته الأساسية تسهيل الاتصال بين البائع والمشتري^(١) .

ثانيا : أنواع الأسواق المالية

هنالك نوعان من الأسواق هما أسواق النقد money market وأسواق رأس المال capital Markets ، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال في أجال الاستحقاق maturity dates ، والأدوات المالية التي يجري تداولها في كل من السوقين^(٢) ، أي طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين ، وفي نوع الأدوات المالية التي يتم تداولها ، بمعنى آخر أن أسواق النقد تتعامل بالأوراق المالية القصيرة الأجل ، والتي تقل مدة استحقاقها عن السنة وتشكل المصارف التجارية والمؤسسات المالية الرئيسية وشركات الصيرفة والوكلاء والعاملون باذونات الخزينة والأوراق المالية قصيرة الأجل والودائع الادخارية والمصرفية ومنها شهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات المصرفية وغيرها ، وتتعامل أسواق رأس المال بالأدوات المالية طويلة الأجل أي مدة الاستحقاق أكثر من سنة وهي الأسهم stocks والسندات bonds والخيارات options وعقود المستقبليات^(٣) futures contracts^(٣) ويمكن عقد المقارنة التالية لإيضاح الفارق بين السوقين^(٤) .

من حيث ماهيتهما فإن السوق النقدية تتعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل أما سوق رأس المال تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل .

من حيث حجم الصفقات تكون حجم الصفقة على الرغم من قصر الأجل في سوق النقد فهي كبيرة وعلى الرغم محدودية عدد الصفقات .

ج- من حيث الهدف فإن السوق النقدية توفر السيولة والثقة ، أما سوق رأس المال فهدفها الأساس توفير الدخل .

د- من حيث الأدوات ، ففي السوق النقدي نجد أدوات الخزينة وشهادات الإيداع والقبولات المصرفية والأوراق التجارية ، أما أدوات التداول في سوق رأس المال وهي الأسهم والسندات .

هـ - ثمة فروق أخرى من حيث الهيكلية والتنظيم والفاعلية والكفاءة وغيرها .

ثالثا : مكونات السوق المالية والياتها

يتكون السوق المالية من ثلاث آليات mechanisms متميزة ، ولكنها مترابطة بشكل وثيق الارتباط بعضها مع بعض ، إذ إن لكل آلية من تلك الآليات والأسواق لها فروعها الداخلية وسماتها وخصائصها وأدواتها في السياسة الاستثمارية ، وتتكون هذه الآليات مما يلي:-^(٥)

- ١- آلية السوق النقدية money market وتشمل خدمات المصارف ونظم الادخار وتسوية الائتمان والمدفوعات وتبادل العملات والصرف الأجنبي .
- ٢- آلية أسواق رأس المال وتشمل توظيف الاستثمارات ، التمويل الاستثماري للمشروعات في مختلف القطاعات الاقتصادية والتنمية .
- ٣- آلية سوق الأوراق المالية للأسهم والسندات Stock Exchange أن وجود أسواق رأس المال بشقيها الأولي والثانوي تؤدي دوراً أساسياً وهاماً في التنمية الاقتصادية ، وأن وجود أسواق رأسمالية أولية وبورصات وأوراق مالية تتميز بكفاءة عالية ستكون لها مزايا عديدة ، أبرزها المساهمة في تخفيض تكاليف التمويل بالملكية (رأس المال الخاص) ، إصدار الأسهم والدين وإصدار سندات ومن ثم توفير السيولة للمستثمرين ، وتقليل المخاطر للاستثمار المالي وتسهيل خلق أوراق مالية تتجه إليها مدخرات الأفراد والمؤسسات في المجتمع ، وتحفيز إدارة الشركات على تحسين كفاءتها في الأداء والعمل على زيادة الأرباح ومعدلات نمو الأرباح ، وتشجيع الاستثمارات الرأسمالية ذات الربحية في الاقتصاد القومي ، وإيجاد فرص عمل جديدة عن طريق فتح الاستثمارات الجديدة وهذا بدوره يؤدي إلى تخفيض معدلات البطالة وبالتالي رفع مستويات الدخل ، التي تؤدي بدورها إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات وسيؤدي إلى زيادة الإنتاج وتخفيض معدلات التضخم ، ويسهم في ارتفاع قيمة الأسهم وغيرها من الأصول وإلى زيادة الثروة وتزايد المبيعات ، وهذا من شأنه أن يعزز النمو الاقتصادي^(٥) .

المطلب الثاني : أسواق رأس المال الثانوية (بورصات الأوراق المالية)

Secondary Capital market , Stock Exchange

وهي سوق تداول الإصدارات أي بيع الأوراق المالية وشرائها في مقصورة البورصة وذلك عبر أجهزة الوساطة المالية كبنوك الاستثمار والوكلاء المتخصصين في الوساطة بين المستثمرين والمدخرين وسوق البورصة والجميع يطلق عليهم صناع السوق من السماسرة والمضاربيين^(٦) . وفي هذه الأسواق يتم التداول للأوراق المالية الصادرة outstanding shares من الأسهم والسندات ، وكذلك المشتقات المالية financial derivatives وهي أدوات تصدرها الأسواق مثل الخيارات^(٧) ، خيارات الأسهم put and call options ويتم تداولها في جهات متخصصة ، وعقود المستقبلات والمقايضات ، أي إنها عبارة عن عقود مالية تعطي لمالكها الحق لشراء أو بيع موجود " حقيقي أو مالي أو نقدي " معين ، بسعر محدد بكميات محددة إثناء مدة زمنية معينة وهي على أنواع منها الأوروبية والأمريكية^(٨) ، وأن السوق الثانوية تنقسم إلى نوعين :

أولاً- الأسواق المنظمة Organized Market

يتم التعامل في هذا السوق بالأوراق المالية القائمة outstanding للمنشآت وتعد من الأسواق المالية المنظمة ومن الأمثلة عليها بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك وتمثل هذه البورصات أكبر الأسواق المالية وتسمى أحيانا بالمجلس الكبير big board إذ تتعامل بما يقارب من (٨٠٪) من الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وهناك بورصات المناطق أو البورصات الإقليمية Regional exchange إذ تتعامل بما تبقى من الأوراق المالية المسجلة إذ تخدم صغار المستثمرين في المناطق الواقعة فيها^(٩) .

ثانياً- الأسواق غير منظمة Unorganized markets

يقصد بها الأسواق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية خارج حدود البورصة وتسمى بالمعاملات على المنضدة (OTC) - over the counter ، أي أن عملية بيع وشراء الأسهم لا تتم في البورصات وتمثل سوق السماسرة والوكلاء الذي ينشئه صانعو السوق ، ونظراً لعدم وجود مكان محدد لإجراء المعاملات فإن

هذه الأسواق تتصل بعضه مع بعض عن طريق نظام الكتروني لتبادل المعلومات كما يعرف بالنازداك NASDAQ ، وقد تسمى مجازاً بالأسواق الموازية^(١٠) ، إذ يتم التعامل فيها عبر وسطاء ماليين في أكثر من موقع خارج البورصة .

ثالثاً - الأسواق الثالثة The Third Market

يمثل الأسواق الثالثة قطاعاً من السوق الغير المنظمة ، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وهذه الأسواق في واقع الأمر أسواقاً مستمرة وبشكل دائم لشراء الأوراق المالية أو بيعها وبأي كمية مهما كبر حجمها أو صغر ، أما جمهور المتعاملين في هذه السوق فهو كبير^(١١) .

رابعاً - السوق الرابعة

تعني السوق الرابعة الصناديق الاستثمارية والمستثمرين الأفراد الكبار الذين يبيعون ويشتررون الأوراق المالية مباشرة فيما بينهم ، متخطين بذلك وسطاء السوق ، ويتألف السوق من نظام للاتصالات يربط المتعاملين بالصفقات الكبيرة ، وتكون تكاليف التداول بالصفقات الكبيرة في الأسواق أدنى منها في الأسواق الأخرى ، وباختصار تمثل السوق الثالثة والرابعة جزءاً من السوق الثانوية ، وأن هناك أسواقاً أخرى منها سمسرة الخصم discount broker ، إذ يقدم السمسار بعض الخدمات لعملائه مقابل عمولة تتناسب وحجم الخدمة المقدمة وهناك تجار الطلبات الكبيرة block trendier وذلك عندما لا يقل حجم الطلبية عن (١٠٠٠٠٠) سهم^(١٢) .

المطلب الثالث : انعكاسات عولمة الأسواق المالية في السياسات الاقتصادية والمالية

إن ظاهرة العولمة وما تعنيه من تلاشي لحدود الدولة القومية ، ضياع دور الدول ، طمس الهوية والتراث وتوسع حرية انتقال العمالة . كذلك تدويل وسائل

الإنتاج وعلاقات الإنتاج ورأس المال وحرية تحركاته والثورة المعلوماتية والتقنية في مجالات الصناعة والاتصالات، كل هذه الأحداث المرافقه عمقت ثلاثة إفرزات للعولمة إذ يرى البعض أن مظاهر العولمة هي مجرد نتائج لها، بينما يرى آخرون أنها من مسببات العولمة وباختصار ابرز هذه الانعكاسات نذكر:

التزايد الهائل في حجم رؤوس الأموال والمعاملات الدولية سواء كانت الاستثمارات الأجنبية المباشرة أو استثمار الحوافظ المالية والاستثمارات الأخرى لدرجة أصبحت القوة المحركة لجوهر الاقتصاد الدولي، إذ إن حجم التداول في الأسواق المالية الدولية أزداد من ٨٢٠ مليار دولار عام ١٩٩٢ إلى (٤٥٠٠) مليار دولار يومياً في عام ١٩٩٩^(١٣)، وإذا ما تم حسابها ببساطة مطلقة وفي أرقام سنوية، فإن حركة التداول قد وصلت من (٧,٣) مليار دولار إلى ١٦٤٥,٥ مليار دولار، أي أنها تضاعفت (٢٢٤) مرة خلال ربع قرن وهي تعادل (٥٥) مرة بقدر الناتج الإجمالي المحلي لدول العالم عام ١٩٩٩، وتعادل ٢٣٨ مرة بقدر حجم إجمالي الصادرات السلعية العالمية لذات المدة المذكورة^(١٤).

تزايد أهمية القطاع الخارجي في النشاط الاقتصادي، فقد تزايد حجم القطاع الخارجي بشقية الصادرات والواردات وأن التجارة الخارجية للسلع تضاعف ٢٠ مرة خلال ثلاثين عاماً فقد ارتفعت من ٦٤٦ مليار دولار في عام ١٩٧٠ تصل إلى ٢٨٣٠ مليار دولار عام ٢٠٠٢ في الوقت الذي لم يتضاعف الناتج المحلي الإجمالي سوى (١١,٥) مرة ما بين الأعوام (١٩٧٠-٢٠٠٢)^(١٥)، إذ إن الناتج المحلي في بلدان العالم يبلغ ٣٠,٠٦ تريليون دولار في حين بلغت الصادرات السلعية لنفس الأعوام ٦,٨٩ تريليون دولار ليصل إلى (١١,١٠٣) تريليون دولار حتى مارس ٢٠٠٦، وأن معدل نمو حجم الصادرات للدول المتقدمة يتراوح بين ٣٪ - ٦٪ للأعوام (١٩٨٨ - ٢٠٠٦) في الوقت الذي تكون بين (٣٪ - ١٠٪) في الدول النامية لنفس المدة^(١٦).

تزايد سيطرة الشركات المتعددة الجنسية على النشاط الاقتصادي العالمي إذ إنها تتسم بالضخامة الاقتصادية من حيث الأصول أو المبيعات، أو حجم العمالة أو نشاطها الإنتاجي وانتشارها الجغرافي في العالم .

المبحث الثاني
معايير كفاءة سوق الأوراق المالية

تمهيد :

بفضل اتساع التطور في النشاط الاقتصادي أصبحت هنالك ضرورة ملحة إلى وجود أسواق مالية كبيرة وباعتبار أن سوق الأوراق المالية (البورصة) من أبرز المجالات التي تتيح للمستثمرين تحقيق الأرباح، فأن ذلك يقتضي توفير كم كبير من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها، إذ تتصف هذه الأوراق بالكفاءة. خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتغير قيمتها من وقت إلى آخر. وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق ووضع الشركة المصدرة لها مما ينعكس بشكل مباشر وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المتداولة، إذ تحدث حركة عشوائية وتقلبات للأسعار صعودا مع الأنباء السارة ونزولا مع الأنباء المتشائمة.

ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة والصاعدة وزيادة تطور الأسواق المالية المرافقة لهذا التحرر، لا زالت هنالك جملة من المعوقات التي تحول دون وصول الأسواق المالية إلى كفاءتها المنشودة لاسيما ما يتعلق منها بالإطار التنظيمي والتشريعي، وضعف أنظمة المعلومات وغياب الشفافية والإفصاح المحاسبي وغيرها من المعوقات. وللوقوف على وضع الأسواق المالية العربية سنستعرض معايير الكفاءة وطبيعة الأسواق الكفوءة لنتمكن من تحديد مدى كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية .

المطلب الأول : كفاءة سوق الأوراق المالية وخصائصه

هنالك جدل كبير بين المهتمين بالأسواق المالية حول كفاءة سوق الأوراق المالية إذ إن المعلومات ترد إلى السوق في وقت مستقلة وعشوائية ويتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة. فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة هذه المعلومات اتصف السوق في هذه الحالة بالكفاءة والتي لها دور في تقليل المخاطرة وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها .

أولا : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية (Efficient Market).

تعني كفاءة سوق الأوراق المالية أن تكون كافة المعلومات الخاصة بالأوراق المالية متاحة لجميع المتعاملين في السوق وأن تنعكس هذه المعلومات باستمرار في أسعار الأوراق المالية. (١٧)

وتعرف بأنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية. (١٨)

ويعرف أيضا كفاءة سوق الأوراق المالية على أنه ((السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع أو السنوات الماضية أو في تحليلات أو تقارير عن الحالة الاقتصادية العامة على ادعاء المنشأة وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي على السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم قيمه عادلة (Fair Value) تعكس تماما القيمة الحقيقية (Intrinsic value) التي يتولد عنها عائد كاف لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، وبعبارة أخرى تكون القيمة الحقيقية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شراؤه)) (١٩)

ثانيا : تصنيف نظرية كفاءة السوق (Efficient Market Theory)

تصنف نظرية الكفاءة الأسواق العالمية إلى ثلاثة أصناف (٢٠) :

الأسواق ذات الكفاءة القوية أو العالية جدا (Strong Efficient Market)

تعد الأسواق قوية الكفاءة إذا كانت الأسعار السوقية للأسهم المدرجة تعكس جميع المعلومات التاريخية والحالية وكذلك المعلومات الداخلية (Inside information) لذلك لا يستطيع أي شخص تحقيق أرباح غير طبيعية

(Abnormal Return) لأن المعلومات جميعها تكون متاحة لجميع المساهمين وبالكمية ذاتها وبالوقت ذاته.

الأسواق متوسطة الكفاءة (Semi-strong Efficient)

تعتبر الأسواق متوسطة الكفاءة إذا كانت الأسعار السوقية للأسهم المدرجة تعكس جميع المعلومات التاريخية والحالية فقط، ولا تعكس المعلومات الداخلية، لذلك فإن الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية (كأعضاء مجلس إدارة) يستطيعون تحقيق أرباح غير طبيعية .

الأسواق ضعيفة الكفاءة (Weak form Efficient Market)

تعد الأسواق ضعيفة الكفاءة إذا كانت الأسعار السوقية للأسهم المدرجة تعكس فقط المعلومات التاريخية، ولا تعكس المعلومات الحالية والمعلومات الداخلية، وعندها فإن الأشخاص المطلعين على المعلومات الحالية والداخلية يحققون أرباحاً غير طبيعية .

إذن العامل الرئيس في تصنيف الأسواق المالية العالمية هو الإفصاح عن المعلومات المطلوبة من قبل المساهمين جميعهم وتكون السوق كفاءاً إذا كانت الأسعار تعكس نظام معلومات عن أداء الشركة المصدرة الأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفقاً لمجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة وهي:

توفر البيانات والمعلومات الدقيقة المتعلقة بالشركة المتداولة أدواتها المالية وغير المالية في السوق

يجب الإفصاح عن كل المعلومات وبأقصى سرعة وأقل تكلفة وفي وقت واحد وللمتعاملين جميعهم داخل السوق .

يجب أن تكون هنالك حرية الدخول أو الخروج من السوق أي المنافسة التامة.

المطلب الثاني : مميزات سوق الأوراق المالية الكفوءة و خصائصه.

أولاً: أنواع الكفاءة

تنقسم كفاءة الأسواق المالية إلى ما يلي (٢١) :

١- الكفاءة الكاملة : ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددته سعر السهم إذ يؤدي إلى تفسير فوري في السعر ،فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعالية فإن الكفاءة الكاملة تتحقق وفقا لما يلي :

شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف .

عدم وجود أية قيود على المعاملات من تكاليف أو ضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق ،أو على بيعه أو شراءه أي كمية من الأسهم للشركة التي يرغب فيها.

عدد المستثمرين كبير إذ لا يستطيع أي منهم التحكم لوحدة بأسعار الأوراق المالية المتداولة .

رشاده المستثمرين ،وسعي الجميع لتحقيق أعظم المنافع .

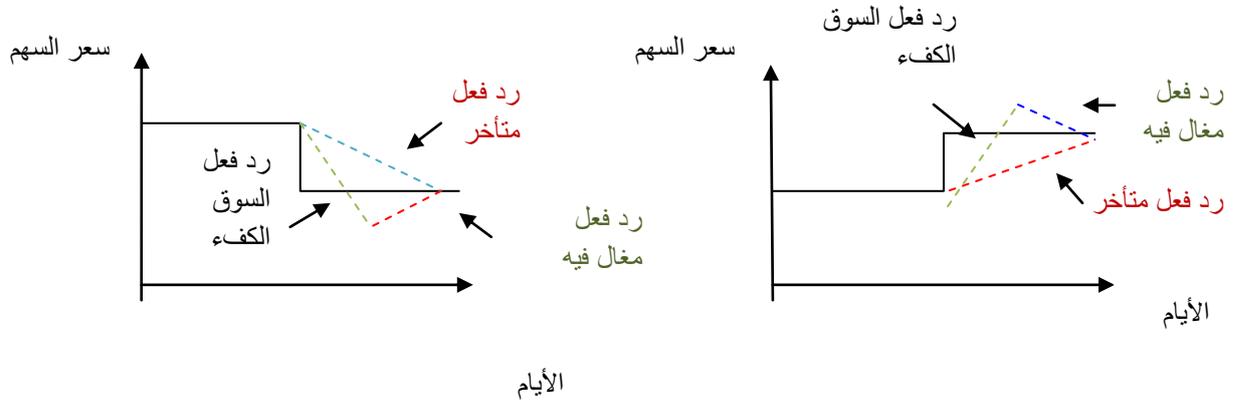
٢ - الكفاءة الاقتصادية : وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وبين انعكاسها على أسعار الأسهم ،وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أعلى أو اقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا)نتيجة الفارق في السعر ،وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الأغلبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم إرباحهم .

ومن خلال الشكلين التاليين يتضح ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية ،إذ يتضح سلوك السعر في ظل السوق الكفاء والسوق غير الكفاء وفقا للمعلومات الواردة إلى السوق.

يتضح انعكاس المعلومات الجديدة والمشجعة عن إحدى الشركات على ارتفاع سعر السهم وبشكل مباشر وتلقائي مما يحقق تعادل القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم في سوق الكفاءة العالية ،شكل رقم (١)

يتضح الانعكاس السلبي على سعر السهم عند وصول المعلومات غير السارة وانخفاض القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب

السوق هذه المعلومات . ويؤدي إلى عدم تحقيق المستثمرين إرباحا فيتصف السوق في هذه الحالة بعدم الكفاءة ، الشكل رقم (٢)



الشكل رقم (١)

شكل رقم (٢)

رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة
رد فعل السوق بعد وصول معلومة محبطة

المصدر : مفتاح صالح و معارف فريدة ،متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ،مجلة الباحث ، عدد ٧ ، ٢٠١٠ ، ص ١٩٣

ثانيا : مميزات السوق المالية الكفوءة

يمكن استخلاص مجموعة من المميزات التي يتصف بها السوق المالية الكفوءة ومنها: (٢٢)

المعلومات كاملة ومتاحة وبدون تكاليف ولجميع المستثمرين ،الإدارة ،الجهات الحكومية ،ومراقبي الحسابات ،مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم اتجاه أداء الشركة في المدة القادمة .

المتعاملون في السوق يتصفون بالرشاد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بهدف تحقيق أعلى عائد .

عدد المتعاملين في السوق كبير ،مما يعني عدم قدرة أي مستثمر التأثير بمفرده على الأسعار .

في هذه السوق يحقق المستثمرون عوائد مالية تكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط دون أن يحقق عائدا اكبر .

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح السوق يحتاج إلى معلومات مبينة على ما يلي (٢٣)

إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدرا كافيا من المعلومات يمكن أن تستخدم في المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة .

توفر كافة المعلومات المالية والتي تبين المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها .

المطلب الثالث : نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية :

تؤدي المعلومات دورا أساسيا في سوق الأوراق المالية الكفاء، إذا تكون المنافسة على أشدها بين المستثمرين فالكثير منهم يبحث عن الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية ،وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار له علاقة بكفاءة السوق ،فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر ،مما يعني أن جزءاً من هذه التقلبات في الأسعار يعود إلى المعلومات المتدفقة ،ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ القرارات للاستثمار في أسهم الشركة .فالمعلومة تمثل ((مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين ،وهي ذات قيمة حقيقة أو متوقعه عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأية حالة ،وتتصف بالدقة والملائمة وتوفرها في الوقت المناسب ،والشمول والانتظام في نشر المعلومة بصفة دورية والعدالة في توفير البيانات ولجميع المستثمرين بشكل متساوي)) (٢٤)

إما نظام المعلومات فيعرف ((مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين)) ويعد نظام المعلومات المحاسبي من أبرز مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية ، فالمعلومات المحاسبية يتم اعتمادها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بها ، وكذلك تقييم البدائل المختلفة لعمليات البيع والشراء في السوق . ولتحقيق كفاءة المعلومات يجب التركيز على ما يلي (٢٥) :

كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها :

لا تقوم الشركات بزيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وتلتزم بالحد الأدنى، لأن هناك معلومات قد يلحق أضراراً خاصة بها إذا ما تم الإفصاح عنها للمنافسين .

وقت الإفصاح عن المعلومات :

لكي يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلاً ، يجب مراعاة التوقيتات المناسبة لعرض المعلومات ، ويجب إيصالها في وقت مبكر للمستثمرين وبشكل سريع وملخص ليتسنى لهم اتخاذ القرارات المناسبة ولضمان حداثة المعلومات وبفترات متتابعة حتى تكشف التغيرات في وضع الشركة والتنبؤ بأوضاع السوق .

آلية الإفصاح عن المعلومات :

لابد أن تكون المعلومات وفقاً للنظام المحاسبي الذي يتصف بأنه نظام معلومات متكامل ، تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية . ، كقائمة الدخل ، وقائمة المركز المالي والتدفقات النقدية .. الخ ويجب أن تعرض بشكل بسيط و واضح ومعبر عنها بشكل نقدي .

أن عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من ناحية ، وعلى كفاءة سوق المال نفسه من ناحية أخرى ، فإذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة للورقة المالية سوف يعزفون عن التعامل بها وينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجم السوق كنتيجة لتناقص عدد الأوراق المتداولة في فترة معينة ، كما يؤدي عدم تماثل المعلومات الى اتساع مدى السعر وبالتالي زيادة تكاليف العمليات وتناقص السيولة وانخفاض عدد

المتعاملين في السوق، ويقود ذلك الى آثار اقتصادية تتمثل بانصراف المستثمرين عن توظيف أموالهم في سوق الأوراق المالية وبالتالي صعوبة حصول المشاريع على التمويل، ولا يتمكن السوق من جذب المدخرات والاستثمارات المحلية والأجنبية وعدم تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة. (٢٦)

المطلب الرابع: متطلبات السوق الكفاء:

أن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاءاً للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

وفي هذا الصدد، يؤدي السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر (٢٧): الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. وهذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واحدة سوف تستطيع إصدار المزيد من الأسهم بسهولة وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأول. الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادةً ما يكون بسعر فائدة معقول.

ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. وتعرف كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق - دون فاصل زمني كبير - وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Market Fair Game)، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين. أما كفاءة التشغيل (Operational Efficiency) أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة

عالية للسمنة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق (فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه. وكما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

المبحث الثالث

كفاءة الأسواق المالية العربية الواقع والطموح

تمهيد

تشكل البورصات العربية آلية مهمة لتجميع الموارد المالية لدى القطاعات الاقتصادية وتوجيهها نحو المؤسسات الاستثمارية من خلال إقبال الأفراد و المؤسسات المالية والاقتصادية على شراء الأوراق المالية (الاكتتاب) أولاً، ثم تداول هذه الأسواق بالأسهم والسندات وباقي الأوراق المالية المتعارف عليها في هذا

الإطار . فوجود أسواق الأوراق المالية من شأنه أن يؤدي دورا أساسيا في تحسين أداء القطاع المالي في الفترة المقبلة من اجل حشد المدخرات خدمة للتنمية الاقتصادية فيها . لاسيما وأن الاقتصاديات العربية تعاني من ميزه انخفاض الناتج الوطني وارتفاع مديونيتها التي بلغت (٦٤٩) مليار دولار ل ٢٢ بلد عربي لعام ٢٠٠٩ في الوقت التي بلغت استثماراتها في الخارج (٤٢٠٠) مليار دولار .^(٢٨)

ومما فاقم من التشوهات في ميزانيتها العمومية ، هو هيمنة القطاع العام فيها الذي يتميز بضعف الأداء في تحقيق النتائج المرجوة مما أثقل العبء على البلدان العربية ، مما يدفع الى اعتماد الطريقة المعاصرة في تمويل بالوساطة المالية عن طريق إنشاء أسواق الأوراق المالية الخاصة بها . من هنا جاء أهمية تسليط الضوء على الدور الذي تؤديه هذه الأسواق والتعرف على مدى كفاءتها لغرض تشخيص نقاط الضعف التي تقف عقبة إمام مساهمة هذه الأسواق بشكل فعال في عملية التمويل وإحداث التنمية .

المطلب الأول : مميزات وأداء الأسواق العربية .

أولا : الأسواق العربية تعتبر من الأسواق الناشئة .

أن الحديث عن الأسواق العربية يقودنا في البدء إلى التعرف على الأسواق الناشئة وميزاتها كون الأسواق العربية تعد من هذه الأسواق ، إن تصنيف الأسواق الناشئة (Emerging Markets) لا يعني حداثة النشأة فقط وإنما يمكن أن نجد من الأسواق التي تأسست منذ وقت طويل ألا إنها تتدرج ضمن هذا الإطار ، كبورصة الهند التي أنشئت عام ١٨٧٥ وبورصة القاهرة التي أنشئت عام ١٩٠٤ . أن هذه التسمية تطلق على الأسواق التي تشهد نشاطا ملحوظا في العقدين الآخرين ابتداء من عام ١٩٩٠ ، لاسيما أن الاقتصاديات العربية اتجهت بشكل كبير نحو الخصخصة ، وما تمارسه من آثار في تنشيط أسواق الأوراق المالية المرتبطة بها . يمكن أن نذكر أبرز مميزات الأسواق الناشئة: ^(٣٠)

ضيق السوق : تتميز الأسواق الناشئة بضيقها سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المسجلة بها مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي والذي يعبر عنه بمعدل الرسملة ، إذ تحسب هذه النسبة من قيمة الأسهم المسجلة

وقيمة الناتج المحلي الإجمالي. إذ يصل هذا المؤشر إلى أكثر من واحد في جنوب إفريقيا و ٠,٠٦ في أندونيسيا .

التركيز: يقس هذا المؤشر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات مقيدة بالبورصة يصل عددها إلى ١٠ شركات الأولى من إذ ترتيبها في الرسملة. إذ تمتاز الأسواق الناشئة بتسجيل معدل يصل إلى ٦٠% في حين تشهد الأسواق المتطورة نسبة لا تتعدى ٢٠%.

التذبذب: يقيس هذا المؤشر مدى تذبذب عائدات السوق وعدم استقرارها، ويقاس باحتساب النسبة بين سعر السهم إلى إرباحه، وهي نسبة عالية في الأسواق الناشئة مما يجعلها أسواقا تمتاز بدرجة مخاطرة كبيره .

التطور السريع: تشهد الأسواق الناشئة نموا كبيرا في عدد الشركات المدرجة في فترة وجيزة وكذلك حجم الأوراق المتداولة فيها، وان أسباب ذلك يرجع إلى تطبيق كثير من البلدان للخصخصة.

افتقار التنظيم: تشهد معظم الأسواق الناشئة سوء تنظيم وعدم الكفاءة في الإدارة، كونها أنشئت نتيجة الظروف الاقتصادية ميزت البلدان المتواجدة فيها ولم يتوخ في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها التي توجه عملها لتحسين كفاءتها .

ارتفاع عوائد الاستثمار: تعتبر الأسواق الناشئة الكفاء مركزا لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، كونها تحقق عائداً مرتفعا لهم اكبر مما يتحقق في الأسواق المتطورة، إذ تشير بعض الدراسات إلى أن عوائد المحفظة تحقق نموا سنويا مقداره ١,٥% مما يجعلها أداة لجذب الاستثمارات الأجنبية .

ورغم الخصائص التي ميزت معظم الأسواق الناشئة إلا أنها تبقى أداة فعالة ومهمة تمكنها من أداء دور أساس في التنمية الاقتصادية وإحداث ديناميكية اقتصادية، من خلال المنافسة وتوجيه المدخرات لاسيما بلداننا العربية التي تتجه بشكل واسع نحو الخصخصة ودعم القطاع الخاص، لا سيما إذا عملت على تحسين أداء أسواقها وتنظيم عملها وفقا لمعايير الكفاءة .

ثانيا : واقع الأسواق المالية العربية :

بذلت الدول العربية جهودها من اجل تطوير أسواق الأوراق المالية فيها وذلك من خلال قيام الهيئات الرقابية للبورصات العربية بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات إفصاح والشفافية في السوق وتحقيق اكبر قدر من الحماية للمستثمرين ،كذلك استمرت الجهود لتطوير نظم المقاصة والإيداع والقيود المركزي لبلوغ مستويات أداء عالية .هذا فضلا عن قيام بعض الدول العربية بإرساء قواعد للتعاون مع هيئات أسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الايوسكو (IOSCO) وذلك فيما يتعلق بتبادل الخبرات الفنية لدعم وتطوير دور الجهات الرقابية في الدول العربية .(٣١)

كما شهدت الدول العربية تطبيق برامج إصلاح مالي شملت التنظيم القانوني والهيكلية لأسواق الأوراق المالية ،وانعكست بشكل ايجابي في نمو رسمة هذه الأسواق وحجم التداول فيها ،إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب وتظهر بشكل ثغرات متباينة ومعوقات أمام كفاءتها .(٣٢)

وللوقوف على أداء الأسواق المالية العربية خلال الخمس سنوات المنصرمة ، فأن بيانات صندوق النقد العربي خلال عام ٢٠٠٦ تشير الى أن مؤشر الصندوق المركب* سجل انخفاضا كبيرا، إذ بلغ نسبة ٤٢% ليصل إلى ٢٣٧ نقطة في نهاية عام ٢٠٠٦ بالمقارنة مع ٤١٣ نقطة نهاية العام ٢٠٠٥ . ويعزى سبب التراجع في الأداء العام للأسواق المالية العربية إلى عوامل عدة منها :

ارتفاع في أسعار الأسهم في معظم أسواق الأوراق المالية العربية خلال العامين ٢٠٠٤ و٢٠٠٥ إلى مستويات بعضها لم يكن طبيعيا نتيجة ضعف بنية هذه الأسواق

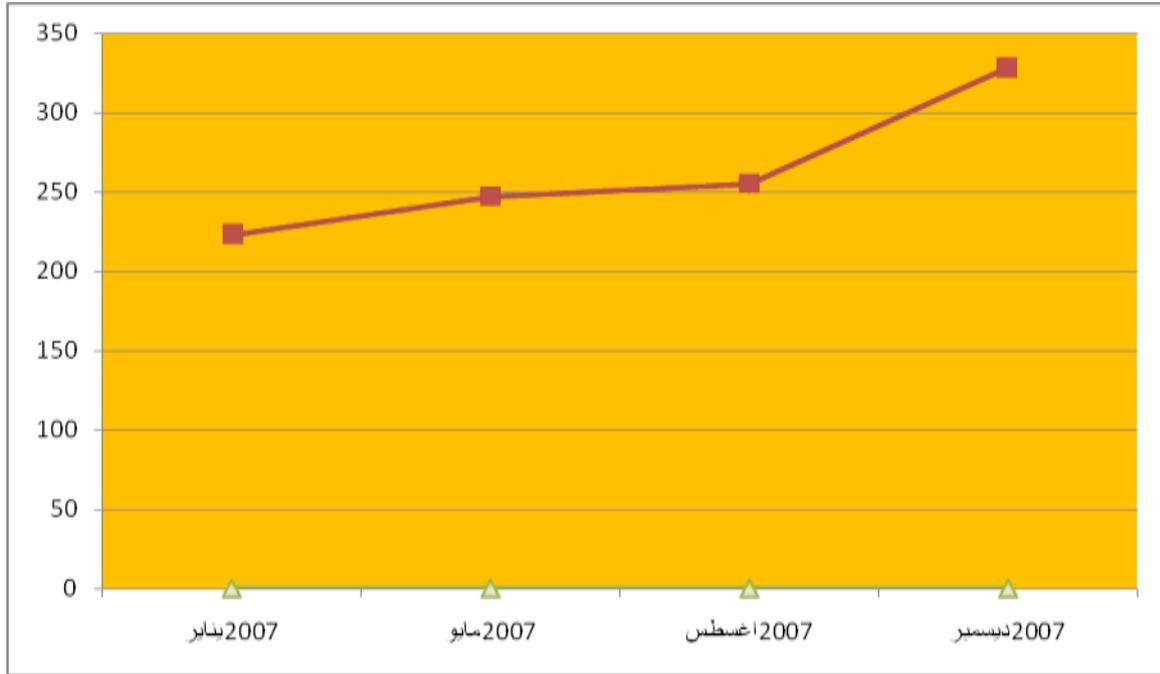
ضعف الدور الرقابي مما أدى إلى تفاقم الارتفاع غير الطبيعي في الأسعار .

الأمر الذي استلزم إجراءات إصلاحات هيكلية ورقابية في هذه الأسواق لغرض تصحيح مسار أسعار الأسهم منذ أواخر عام ٢٠٠٥ وحتى نهاية ٢٠٠٦ .

وبالمقارنة مع مؤشرات الأسواق الناشئة فقد كان أداء الأسواق العربية مغايرا للأداء الجيد الذي شهدته معظم الأسواق الناشئة خلال الفترة نفسها إذ سجل مؤشر

(S&P٥٠٠) الخاص بالأسواق الناشئة في أمريكا ارتفاعا بلغ ١٣%. وتشير بيانات الصندوق إلى أن المؤشر المركب لصندوق النقد العربي فيما يتعلق بالأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية، قد ارتفع المؤشر إلى ٣٨,٣% ليصل إلى ٣٢٨,٧ نقطة نهاية العام ٢٠٠٧ مقارنة مع ٢٣٧,٧ نقطة نهاية عام ٢٠٠٦ وكما مبين بالشكل رقم (٣) وأن هذا الارتفاع في المؤشر يفوق الارتفاع في مؤشرات الأسواق الناشئة الدولية في عام ٢٠٠٧ إذ ارتفع كل من مؤشر (S&P٥٠٠) ومؤشر (FT-SE) إلى ٣,٥ و ٣,٨ على التوالي. في حين أنخفض مؤشر (NIKKEI) بنحو ١١% مما يعكس تحسنا ملحوظا في أداء الأسواق المالية العربية بشكل عام. (٣٣)

شكل رقم (٣) المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام ٢٠٠٧



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام

٢٠٠٨ ص ١٣٦

المطلب الثاني: تأثيرات الأزمة المالية على أداء الأسواق المالية العربية :

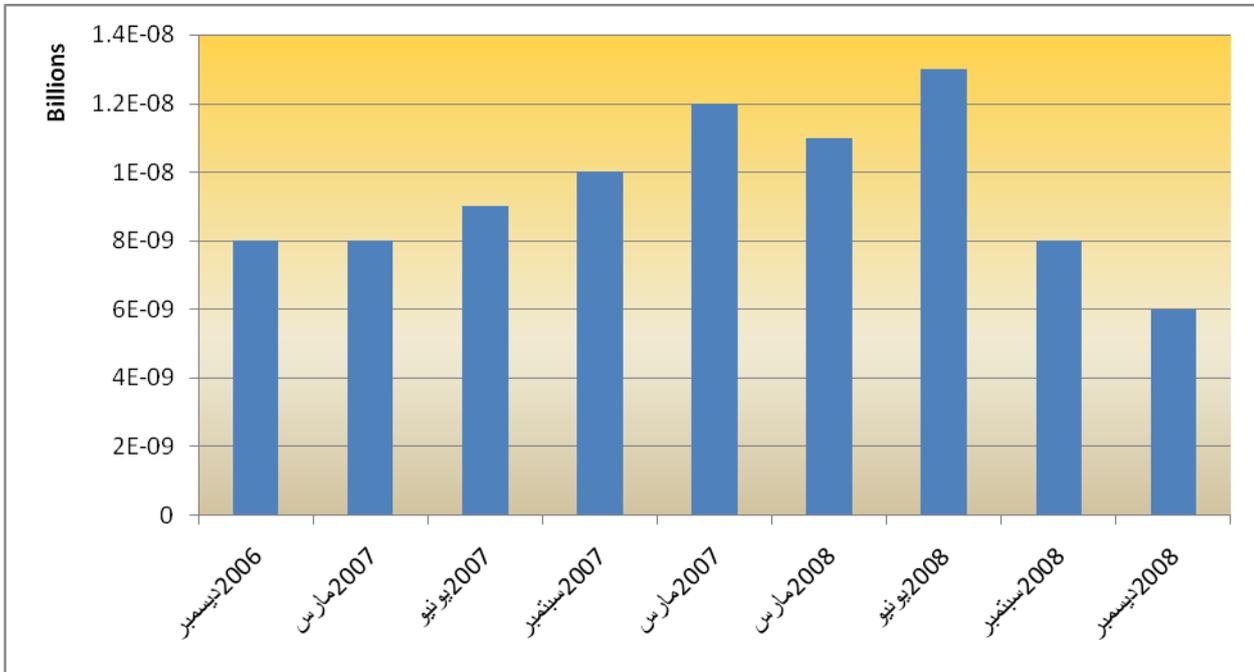
باختصار تكمن الجذور الحقيقية للزمة في وجود نظم حوكمة الشركات (Corporate Governance) من ناحية وعدم كفاءة الأجهزة الرقابية أو قدرة على الأسواق المالية على ضبط القطاع المالي في ضوء العولمة المالية والابتكارات في مجالات الأدوات والمشتقات المتنوعة من ناحية أخرى، ونجم عن هذين الأمرين ضعف إدارة المخاطر في المؤسسات المالية والممارسات غير القانونية وسوء الإدارة وضعف المساءلة. (٣٤)

كان قطاع الأسواق المال من أكثر القطاعات تأثراً بالأزمة المالية العالمية، إذ تأثرت هذه الأسواق بشكل مباشر من خلال خروج الاستثمارات الأجنبية وما أنتجته من أجواء عدم اليقين لدى جمهور المستثمرين ونظرتهم على هذه الأسواق وتوقعاتهم المستقبلية. كما تأثرت بشكل غير مباشر من خلال التباطؤ في النشاط الاقتصادي الاستثماري والحقيقي مما اثر ذلك في أداء الشركات المدرجة في هذه الأسواق وربحياتها .

وقد تفاوت هذا التأثير بين الأسواق والبورصات العربية وفقا لدرجة ارتباطها بالأسواق العالمية ومدى قدرتها على استقطاب الاستثمارات الأجنبية ولا شك أن الأسواق الأكثر ارتباطا بالأسواق العالمية أكثر استقطابا للاستثمارات الأجنبية، هي الأكثر عمقا وتطورا وسيولة. والتي كانت الأكثر تأثرا بالأزمة العالمية مقارنة بالأسواق الأقل ارتباطا أو انفتاحا على الأسواق المالية العالمية. (٣٥)

أما مدى تأثير الأزمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية بالتحديد، فقد بدأت الانعكاسات السلبية تظهر على أداء هذه الأسواق بشكل كبير منذ منتصف عام ٢٠٠٨. وبذلك فإن التحسن الذي اشرفنا إليه سابقا لم يستمر طويلا في ضوء تداعيات الأزمة إذ تهاوت أسواق المال العربية أسوأ بمثيلاتها العالمية وهبطت إلى مستويات لم تشهدها منذ سنوات وكما مبين في الشكل رقم (٤) إذ هبط إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق نحو ٧٧٠ مليار دولار بنهاية عام ٢٠٠٨ بحيث خسرت الأسواق نحو ٥٦٩ مليار دولار خلال العام ككل بعدما كانت مرتفعا بنحو ٧٨ مليار خلال النصف الأول من العام.

شكل رقم (٤) القيمة السوقية للأسواق المالية العربية



المصدر: بيانات التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠٠٧ و٢٠٠٨ و٢٠٠٩

وقد شهدت الأسواق المالية العربية تراجعاً ملحوظاً على صعيد الإصدارات الأولية وكذلك على مستويات السيولة في الأسواق الثانوية ومؤشرات الربحية. كما انخفضت تدفقات الاستثمارات الأجنبية خلال عام ٢٠٠٩ إلى هذه الأسواق ولم يقتصر ذلك على سوق الأسهم بل شمل سوق السندات والصكوك أيضاً التي شهدت تراجعاً في نشاطات إصداراتها الأولية بالمقارنة مع الأعوام السابقة .

أما تأثير الأزمة على الأسواق منفردة نأخذ أسواق الخليج نموذجاً والتي تستأثر بنسبة ٧٣% من إجمالي القيمة السوقية بالأسواق العربية. وسنأخذ الأسواق السعودية كنموذج لهذه الأسواق اختصاراً، إذ بدأت مرحلة الهبوط قبل الأسواق العربية الرئيسة وذلك في يناير ٢٠٠٨ في حين انخفضت الأسواق الأخرى منذ منتصف العام. واللافت أنه على الرغم من التأكيدات الرسمية بأن أسواق المنطقة ومستثمريها وصناديقها الاستثمارية لن تتأثر بشكل مباشر وكبير بتداعيات الأزمة، إلا أن انخفاض مؤشرات الأسواق الرئيسة العربية كأن أكبر بكثير من انخفاض مؤشرات أسواق الدول المتقدمة موطن الأزمة، فقد انخفضت المؤشرات الأمريكية والأوروبية والآسيوية الرئيسة بنسب تتراوح ٣٠%-٤٠% تقريباً خلال عام ٢٠٠٨، في حين سجلت بعض الأسواق العربية انخفاضاً وصل إلى ٦٥-٧٠%. على الرغم من الإجراءات التي اتخذتها الحكومات والجهات الرقابية، إلا أنه هذه الأسواق لم تستجيب بسرعة لهذه التدابير مما يدل على ضعف كفاءة هذه الأسواق

المطلب الثالث : معوقات كفاءة سوق الأوراق المالية في البلدان العربية .

تواجه أسواق الأوراق المالية جملة من المعوقات تقف عتبة أمام تحقيق الكفاءة والفعالية المرجوة ويمكن تحديد أبرز هذه المعوقات بالنقاط التالية^(٣٦)

أولاً: المعوقات التشريعية والهيكلية والتنظيمية: تواجه الأسواق المالية العربية جملة من المعوقات التشريعية المتعلقة بالقوانين والقرارات، وعوائق هيكلية تتعلق بهيكل الأسواق وأخرى تنظيمية متعلقة بالإدارة والحوكمة ويمكن أن نذكر أهمها :
غياب القوانين التشريعية التي تفصل بين الدور التشريعي للهيئات الرقابية على

الأسواق المالية وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصات ، فالأسواق العربية لا تتمتع بتلقائية أو حرية تصرف آلي أو إداري وتوصف بعدم الاستقلالية وتبقى مرهونة بما يوجهها الآخرون .

عدم وجود تشريعات تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية المتطورة ، ومؤسسات الحفظ والإيداع المركزي ، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من المؤسسات المساندة ، مما أدى الى ارتفاع التقلبات في الأسعار وبالتالي ارتفاع درجات المخاطر الاستثمارية ، وكذلك غياب شركات الترويج وضمان الاكتتاب .

عدم مواكبه القوانين واللوائح ذات العلاقة في البلدان العربية والتي أعدت في السابق وعدم انسجامها مع بعضها أو مع التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية سواء المتطورة أم الناشئة .

عدم وضوح القواعد والنظم لكل من الأسواق الأولية والثانوية مما يجعلها تتصف بالمحدودة الأدوات المالية وضيق نطاقها ، فضلا عن عدم إمكانية تبادل التسجيل للأوراق المالية بين الأسواق ، وفرض بعضها قيودا على الاستثمارات الأجنبية .
قصور التشريعات والقوانين التي تحمي حقوق صغار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية .

قصور التشريعات الاقتصادية والمالية التي تدعم التعاون المشترك بين الأسواق العربية وقصورها على أدوات ماليه محدودة .

ومن المعوقات الهيكلية عدم توفر شركات صانعة للأسواق المالية مما يجعلها شديدة التقلب في حجم التداول ، وعدم كفاءة السماسرة والمستشارين ، ومحدودية شركات الوساطة المالية والترويج والتسويق للإصدارات الجديدة ، وأخير غياب الابتكار والتجدد في أدوات الاستثمار والادخار وغياب الوعي الاستثماري .

ثانيا : معوقات معلوماتية :ويمكن أن نذكر منها (٣٧)

عدم احتواء المعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجات الكافية من الإفصاح والشفافية وعدم التقييد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية ، مما يصنف الأسواق العربية في الصيغة ضعيفة الكفاءة .

ضعف نظام المعلومات بالأسواق والبورصات العربية ، وعدم توفر شبكات التنبؤ بالمؤشرات وعدم وجود مؤسسات استشارية كفاء لتقديم المشورة للمستثمرين .
 عدم تحديد خصائص السوق المحلي للمستثمرين ، وخصائص الأوراق المالية .
 غياب ثقافة البورصة لاعتبارات دينية تحول دون استثمار مدخراتهم المالية .
 غياب التوعية والفتاوى الدينية وغياب الأدوات المالية التي تتفق والشريعة وتعد من أبرز معوقات الاستثمار في الأسواق المالية في البلدان العربية .

ثالثا : المعوقات الاقتصادية : (٣٨)

تواجه الأسواق المالية العربية معوقات اقتصادية نلخصها فيما يلي :
 ضيق السوق :تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا محدودا في توفير السيولة بسبب محدودية الأدوات المتداولة فيها ويمكن التعرف على ضيق هذه الأسواق من خلال حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم)، وعدد الشركات المدرجة في السوق ، وسيولة السوق، وتشير بيانات صندوق النقد العربي لعام ٢٠١٠ إلى تفاوت كبير في عدد الشركات المدرجة في السوق إذ تبلغ ٣٠٦ شركة في بورصة مصر و ٢٧٢ في بورصة عمان و ١٣٥ في السوق السعودية بينما يبلغ عدد الشركات ١١ في بورصة بيروت .أن قلة عدد الشركات يؤدي إلى قلة الأسهم المتداولة وانخفاض معدل الدوران إذ بلغ مستويات دون ٥٠% في معظم الأسواق العربية عدا الكويت التي سجلت ١٢٦,٥% .وأما بالنسبة للقيمة السوقية فقد بلغت أعلى مبلغ في سوق الأسهم السعودي ٣١٨٧٥١ مليون دولار بينما تبلغ ٢٣٧٧ مليون دولار في سوق فلسطين للأوراق المالية .

ضالة العرض والطلب :وتعود أسبابه إلى النقاط الآتية : (٣٩)

انخفاض معدلات الادخار نتيجة لضعف دخل الفرد مما يقلل من إمكاناته المالية المتاحة للاستثمار ويظهر ذلك من خلال التباين في مستوى دخل الفرد بين الدول العربية النفطية ،وغير النفطية إذ يبلغ أعلى دخل في قطر ٧٢٥٧٩ \$ في حين يبلغ ٩٠٢ \$ في اليمن بحسب آخر إحصائيات لصندوق النقد العربي .
 عدم ملائمة الأنظمة الضريبية المطبقة في الأسواق المالية العربية .

ارتفاع معدلات التضخم في معظم الدول العربية وهذا الأمر يؤدي إلى تجنب المدخرين من الاستثمار في السندات تقاديا للتضخم ، إذ سجل معدل ١٥% و ١١% في عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ على التوالي.

قلة الانفتاح على الخارج وعدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة على كامل الدول العربية ، مما اثر سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية العربية وبالتالي عدم فسح المجال للاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات .

ارتفاع درجة تركز التداول الذي تعاني منه كافة بورصات الأوراق المالية العربية وتعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية والجودة لاحتفاظ كبار المستثمرين ببعض منها وانخفاض جودة الأسهم المدرجة في البورصة خاصة أسهم شركات القطاع الخاص .

التقلبات الشديدة في الأسعار التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية العربية ،رغما من تحديد معظمها لهامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح ما بين ٥% و ١٠% إلا أن حركات الأسعار العشوائية يرجع ذلك لاعتماد البورصات العربية على التمويل من المصادر الخارجية مثل القروض ، وإصدار المزيد من الأسهم ، وبدرجة اقل من الإرباح المحتجزة ،وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حده التقلب في القيمة السوقية للسهم وفي ربحيته ،مما يثير مخاوف المستثمرين الأجانب عند دخولهم للسوق أو خروجهم منه،مع ضعف شفافية وكفاءة المعلومة ومما يرفع درجات المخاطرة الاستثمارية .

المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات .

أولاً: الاستنتاجات :

انخفاض كفاءة أداء أسواق الأوراق المالية العربية بالمقارنة مع مثيلاتها من الأسواق الناشئة والمتطورة وضعف الدور الرقابي والتنظيمي.

غياب التشريعات والأنظمة والقوانين المتعلقة بالأسواق المالية في اغلب البلدان العربية وغياب مؤسسات وساطة تتمتع بالخبرة وعدم استقلالية الأسواق المالية وهيمنة القطاع العام .

ان التذبذب الكبير وعدم كفاءة الأداء وضعف الشفافية، في أسواق الأوراق المالية العربية يجعلها طاردة للاستثمارات العربية التي وجدت في الأسواق الأخرى الأمريكية والأوروبية والآسيوية ملاذا لها مما يحرم بلداننا العربية من فرصة استغلال الفوائض المالية العربية في التنمية الاقتصادية وكذلك عدم جذب الاستثمارات الأجنبية .

غياب الوعي والثقافة الاستثمارية لدى المجتمع العربي لأسباب دينية بسبب عدم أيجاد وابتكار أدوات مالية تتوافق والدين الإسلامي الحنيف .

تأثر الأسواق المالية العربية بالأزمة المالية العالمية ،وبدرجه كبيرة وظهر ذلك واضحا من خلال التقلبات في مؤشراتنا على الرغم من كونها ترتبط بعلاقات ضعيفة مع الأسواق التي تعد مركز الأزمة بسبب ضعف كفاءة المعلومات وضيق السوق .

ثانياً: التوصيات :

العمل على تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال تطوير القوانين والتشريعات ومواكبة التطور ،وتعزيز دور المؤسسات الرقابية وحوكمة الشركات وفصل بين المؤسسات التشريعية والبورصات .

تعزيز الشفافية في نشر المعلومات وإلزام الشركات بإدراج كافة المعلومات المتعلقة بأدائها وقوائمها المالية وموازناتها ،وتشجيع المؤسسات الاستشارية ودعمها.

تشجيع التعاون مع المنظمات المالية والمؤسسات الدولية ونشر التكنولوجيا الحديثة في الأسواق المالية والعمل على تطبيق معايير الكفاءة والأداء للمنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق الأوراق المالية .

تشجيع الاستثمار الأجنبي من خلال تعديل القوانين والأنظمة التي تحول دون ذلك نشر الوعي الاستثمار والعمل على توظيف الأدوات المالية بما يتفق والدين الإسلامي وتشجيع الصيرفة الإسلامية والعمل على إيجاد أسواق مالية تعمل وفقا للشريعة .

العمل على الارتقاء ورفع كفاءة العاملين في الأسواق المالية والبورصات وفي المؤسسات الاستشارية وتدريبهم على أفضل الأساليب والتقنيات الحديثة . العمل على قيام سوق الأوراق المالية العربية والتعاون العربي والإقليمي وتذليل العقبات لذلك .

تشجيع القطاع الخاص ودعم عمليات الخصخصة لتعزيز عرض الأوراق المالية .

Abstract

Stock markets are considered to be one of means capable of stimulating economic growth. Its positive effect consists in providing necessary liquidity for investment decision and development which makes capital markets more attractive to

investors seeking long run financing .From investors point of view, investing on stock markets gives they possibility of selling at any time and /or constructing a portfolio that yields higher returning. this view, or study will be consenting on the efficiency .Its conceptual framework ,its importance and characteristics. Then we will analysis the efficiency of Arab stock markets by study its general indicator. Barriers marking it less efficiency ,and different ways enabling these markets to have sustainable place and being more effective and more efficiency .

المصادر والهوامش

- ١- د. حسين صبحي العباس، الآفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مجلة بحوث مستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، الموصل، العدد ١٠، ٢٠٠٥، ص ١٠٥.
- ٢ - كريستوف كونت، موجز الاقتصاد الأمريكي، ترجمة مفيد الديك، مكتب الإعلام الخارجي، وزارة الخارجية الأمريكية، واشنطن، ٢٠٠١، ص ٥٥.
- ٣ - د. حسن صبحي العباس، الآفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص ١٠٣.
- أنظر S.A Ross.R.W.wester field , jeffery opcit p.p ١٨, ١٩
- Richard J.Rendlemen and brit j barter , two state option pricing , the journal of finance vol ٣٤ no ٥ dec ١٩٧٩ p.p (١٠٩٣-١١١٠)
- ٥- د. محمد أيمن عزت الميداني، تطوير الأسواق لرأس المال في سوريا، مصدر سبق ذكره.
- ٦- د. خالد وهيب الراوي، الاستثمار (مفاهيم - تحليل - إستراتيجية)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، عمان، ط ١، ١٩٩٩، ص ٩.
- ٧- د. حسن صبحي العباس، الآفاق والمقومات الرئيسية لآليات أسواق الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص ١٠٣، -١٣٤.
- ٨- د. خالد وهيب الراوي، الاستثمار (مفاهيم - تحليل - إستراتيجية) مصدر سابق، ص ١٠.
- ٩- د. محمد أيمن عزت الميداني، تطوير أسواق رأس المال، الادارة التمويلية في الشركات، مكتبة، العبيكان، الرياض، ٢٠٠٤، ص ٥.
- ١٠- Taher Musa , Overview of Development In The Globalization of Financial Market Thihad, Amassar , no ٢٤ ,p١٢, ٢٠٠١.

١١- عقيل عبد محمد عباس الحمداني، أثر الدولار في السياسة النقدية في بلدان نامية مختارة، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، ٢٠٠٥، ص ١١.

١٢- نفس المصدر السابق، ص ١١،

١٣-World economic out look, IMF UN New York, ٢٠٠٦, p.p.١٧٧-٢٠٨.

١٤-Taher Musa , Overview of Development In The Globalization of Financial Market Thihad, Amassar , no ٢٤ ,p١٢, ٢٠٠١,

١٥- عطية، محمود صالح، عولمة الاسواق المالية وتأثيراتها في البلدان النامية، رسالة ماجستير، الجامعة المستنصرية، ٢٠٠٨، ص ١٢٨

١٦- المصدر السابق نفسه، ص ١٣٠

١٧- سالم، د عبدالله، الخصخصة وتقييم الاصول والاسهم في البورصة، مكتبة النهضة المصرية، ٢٠٠٤، ص ٢٣،

١٨- عثمان، سعيد عبد الله، قرارات في اقتصاديات الخدمات والمشروعات العامة، دراسة نظرية تطبيقية، الدار الجامعية، بيروت، ١٩٩٧، ص ٣٣٣

١٩- هندي، منير ابراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩٩، ص ٣٨،

٢٠- هندي، منير ابراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مصدر سابق، ص ٤٠،

٢١- حنفي، عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ٢٠٠٤، ص ٧٥،

٢٢- الحناوي، محمد صالح، تحليل الاسهم والسندات، مدخل للهندسة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ١٩٩٨، ص ١٣٢،

٢٣- الحناوي ،محمد صالح،تحليل الاسهم والسندات ،مدخل للهندسة المالية ،مصدر سابق،ص،١٣٣

٢٤- - حنفي ،عبد الغفار ،الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ،مصدر سابق ،ص٧٦،

٢٥- ناجي،مسعود على ،المعلومات المحاسبية واهميتها في اسواق المال،دار النهضة ،٢٠٠٤،ص،٢٨،

٢٦-Higgins,Robert.C.Analysis for financial management ,٦th.ed
-McGraw-Hill,USA,٢٠٠١,p١٨٠-١٨٣.

٢٧- محمد على،د نادية امين،تحليل اسواق الاوراق المالية ،كلية التجارة ،جامعة اسيوط،من الموقع على الانترنت:

<http://slconf.uaue.ac.ae/prev-conf/٢٠٠٧/papers>.

٢٨- العبود،هدى ،تقرير ،واحة الفرات ،٢٠١٠، الموقع على الانترنت :

http://furat.alwehda.gov.sy/_archive.asp?FileName=٧٩٢٨٨٤١٠٩

٢٠١٠٠٦٢٠٢١٤٩٥١

٢٩- Emerging ,Jerold .R.Jensen. ٢٩- Mitchell Conver
Mrakets,when are they worth it? Financial analysts
journal,vol.٥٨.N٢.March-April,٢٠٠٢.p٨٦.

٣٠- الاسواق الناشء

٣١- صندوق النقد العربي،التقرير الاقتصادي العربي الموحد،٢٠٠٨

<http://www.arabmonetaryfund.org/ar/jerep/٢٠٠٨>

٣٢- صالح،د مفتاح،ا معارفي فريدة ،متطلبات كفاءة سوق الاوراق المالية ،مجلة الباحث ،العدد ٧،٢٠٠٩،٢٠١٠،جامعة محمد

خضير،بسكرة،تونس.٢٠١٠.ص١٨٧

٣٣- صندوق النقد العربي ،التقرير الاقتصادي العربي الموحد،٢٠٠٩،٢٠٠٨

٣٤- عاكوم،د ابراهيم ،اسواق الاوراق المالية انعكاسات وعبر من الازمة المالية

العالمية ،منشورات صندوق النقد العربي ،٢٠٠٩،ص،٩

- ٣٥- عاكوم، د ابراهيم، مصدر سابق، ص ١١
- ٣٦- بوكساني، رشيد، معوقات اسواق الاوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ٢٠٠٥/٢٠٠٦، ص ٢٠٦
- ٣٧- صالح، د مفتاح، ا معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الاوراق المالية، مصدر سابق، ص ١٩٠
- ٣٨- المصدر السابق نفسة، ص ١٩١.
- * يشمل مؤشر صندوق النقد العربي المركب ١٥ سوقا مشاركا في قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية للصندوق ويشمل: بورصة عمان سوق البحرين للأسواق المالية وبورصة الأوراق المالية بتونس وسوق الأسهم السعودي وسوق مسقط للأوراق المالية وسوق الكويت للأوراق المالية وبورصة بيروت وبورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وسوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية وسوق الدوحة للأوراق المالية وسوق الخرطوم وبورصة الجزائر وسوق فلسطين للأوراق المالية .