



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة سعيدة الدكتور مولاي الطاهر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر اكايمي
الميدان علوم اقتصادية تسيير وعلوم تجارية
التخصص: مالية وبنوك

بعنوان:

فعالية أسواق الأوراق المالية في الدول العربية
-دراسة حالة-

تحت إشراف الأستاذ:
الدكتور: بن اعمر بن حاسين

من إعداد الطالب:
مختار محاري

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:
أمام اللجنة المكونة من السادة

رئيسا
مشرفا
ممتحنا

أستاذ التعليم العالي
أستاذ محاضر أ
أستاذ مساعد أ

1. حجاوي توفيق
2. بن اعمر بن حاسين
3. زقاي دياب

السنة الجامعية : 2023/2024

الإهداء:

إلى من علمني معنى الحياة، وزرع في قلبي حب العلم والمعرفة، إلى والديّ الحبيبين، أهدي هذا العمل المتواضع، إلى من وقفت بجانبني في كل خطوة، ودعمتني في أصعب اللحظات، إلى أمي الغالية، أهدي ثمرة جهدي وتعب سنين، إلى من آمن بي وقدراتي، وشجعني على المضي قدماً، إلى أخوتي وأخواتي الأعزاء، أهدي هذا الإنجاز تعبيراً عن امتناني وحيبي.

الشكر والتقدير:

بادئ ذي بدء أتقدم بكامل الشكر و التقدير إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور بن امر بن حاسين لما قدم لي من إرشادات هادفة و حرص دائم على متابعة هذه المذكرة، أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى أساتذتي الكرام، الذين بذلوا جهوداً جبارة في تعليمنا وتوجيهنا، ولهم الفضل الكبير في وصولنا إلى هذه المرحلة، أشكر زملائي الأعزاء الذين شاركوني رحلة الدراسة، وساندوني في الأوقات الصعبة، فلهم كل الحب والتقدير، لا أنسى أن أشكر إدارة الجامعة، وفريق العمل فيها، على توفير كافة الإمكانيات التي ساعدتنا على إنجاز مشاريعنا وتحقيق أهدافنا. أخيراً، أتوجه بالشكر الجزيل لكل من ساندني ودعمني خلال مسيرتي الدراسية، من أصدقاء وعائلة وأقارب، فلهم كل التقدير والامتنان.

المخلص:

تسعى هذه الدراسة إلى استكشاف آليات تعزيز فعالية أسواق الأوراق المالية العربية، بهدف جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتأتي فعالية سوق الأوراق المالية كمفهوم محوري يشير إلى مدى انعكاس المعلومات بشكل كامل على أسعار الأوراق المالية. وبالتالي، تضمن هذه الفعالية التوافق بين القيم الحقيقية والقيم السوقية لهذه الأوراق، مما يُتيح توجيه الموارد المالية بكفاءة نحو الاستثمارات ذات العائدات المُجزية.

أظهرت الدراسة تفاوتًا كبيرًا في تطبيق معايير الفعالية بين اقتصاديات دول العالم العربي، مما أدى إلى اختلافات واضحة في فعالية أسواق الأوراق المالية لكل دولة. تمّ تأكيد ذلك من خلال تحليل مؤشرات أداء هذه الأسواق، بالإضافة إلى تطبيق اختبارات إحصائية لقياس فرضية فعالية السوق في صورتها الضعيفة.

الكلمات المفتاحية: فعالية سوق الأوراق المالية العربية، الهندسة المالية، السوق المالي (الأسهم والسندات)، ابتكارات الأدوات المالية.

Abstract:

This study seeks to explore mechanisms to enhance the effectiveness of Arab stock markets, with a view to attracting more domestic and foreign investment. The effectiveness of the stock market is a pivotal concept indicating the extent to which information is fully reflected in stock prices. Thus, this effectiveness ensures compatibility between the real and market values of these securities, enabling efficient channelling of financial resources towards investments with rewarding returns.

The study showed a significant disparity in the application of effectiveness criteria among the economies of the Arab world, resulting in clear differences in the effectiveness of each country's stock markets, confirmed by the analysis of the performance indicators of these markets, as well as the application of statistical tests to measure the hypothesis of market effectiveness in its weak image.

Keywords: Arab Stock Market Effectiveness Financial Engineering Financial Market (stocks and bonds) Financial Instrument Innovations.

الفهرس

I.....	المخلص:
II.....	الفهرس
أ.....	المقدمة العامة:
2.....	الفصل الأول: الأساسيات النظرية لأسواق المال
2.....	المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية
2.....	المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية
4.....	المطلب الثاني: مفهوم الاسواق المالية وأقسامها
7.....	المطلب الثالث: مكونات سوق الأوراق المالية
15.....	المبحث الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية، وأهميتها
16.....	المطلب الأول: خصائص سوق الأوراق المالية
17.....	المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية
18.....	المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية:
19.....	المبحث الثالث : تنظيم سوق الأوراق المالية
19.....	المطلب الأول : نظام تشغيل سوق الأوراق المالية
20.....	المطلب الثاني : المتعاملون في سوق الأوراق المالية
25.....	المطلب الثالث: أوامر التداول في الأوراق المالية
29.....	الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية
29.....	المبحث الاول: ماهية كفاءة أسواق الأوراق المالية
29.....	المطلب الاول: نشأة نظرية كفاءة السوق
31.....	المطلب الثاني: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
34.....	المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية الأنواع والمستويات
38.....	المطلب الاول: أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية

39	المطلب الثاني: عوامل تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية
42	المطلب الثالث: حيوية السوق خصائصها وأهميتها
46	المبحث الثالث: أهمية كفاءة سوق الأوراق المالية وعوائق تحققها
46	المطلب الأول: أهمية الكفاءة لسوق الأوراق المالية
47	المطلب الثاني: عوائق تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية
50	المطلب الثالث: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية
54	الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها
54	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية العربية
54	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية
59	المطلب الثاني: عوامل تحفيز أسواق رأس المال العربية
72	المطلب الثالث: معوقات أسواق المال العربية
75	المبحث الثاني: لمحة عن أداء بعض الأسواق المالية العربية
76	المطلب الأول: لمحة عن أداء السوق المالية السعودية
82	المطلب الثاني: لمحة عن أداء سوق الأوراق المالية الكويتية
86	المطلب الثالث: لمحة عن أداء سوق الأوراق المالية القطرية
91	المبحث الثالث: لمحة عن أداء سوق الأوراق المالية الجزائرية
91	المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الجزائرية
92	المطلب الثاني: تأسيس وهيكل وأداء السوق المالية الجزائرية
93	المطلب الثالث: معوقات سوق الأوراق المالية الجزائرية
61	الخاتمة العامة
97	قائمة المراجع

قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	مكونات سوق المال	01
15	مجموع الخدمات التكميلية التي يقدمها السمسار في البورصة	02
24	أنواع أوامر المستثمر في سوق الأوراق المالية	03
36	رد فعل السوق بعد وصول المعلومات المشجعة او المحبطة	05-04

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
50-51	مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية	01
78-77	جدول تطور أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة (2023-2020) - جميع المؤشرات الإحصائية خلال الفترة (2023-2020)	02
83-82	جدول تطور أداء السوق المالية الكويتية خلال الفترة (2023-2020)	03
89-88-87	جدول تطور أداء السوق المالية القطرية (سوق الدوحة للأوراق المالية) - جميع المؤشرات الإحصائية خلال الفترة (2023-2020):	06-05-04
93-92	مؤشرات أداء الشركات السوق المالية القطرية	07
93	جدول تطور أداء السوق المالية الجزائرية (بورصة الجزائر للأوراق المالية) - جميع المؤشرات الإحصائية خلال الفترة (2023-2020)	08

المقدمة العامة:

تُعدّ أسواق الأوراق المالية عصبًا حيويًا للاقتصاد العربي، فهي تُمثل شريانًا رئيسيًا لتدفق السيولة النقدية اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية على المدى الطويل، وتُشكل هذه الأسواق بيئة جاذبة للمستثمرين المحليين والعالميين، مما يُعزز من تدفق رؤوس الأموال، ويُحفز على خلق فرص عمل جديدة، ويُساهم في استقرار الاقتصاد الوطني، وتعتمد فعاليتها على دقة المعلومات التي تقدمها الشركات المُدرجة. تُساهم فعالية السوق في تحقيق تسعير عادل للمنتجات المالية المتداولة، مما يُقارب بين قيمتها السوقية وقيمتها الحقيقية. كما تُساعد على كبح جماح ظاهرة تحقيق الأرباح الرأسمالية غير العادية. من خلال التطابق بين عائدات السوق وعائدات الاستثمارات الفردية، يضمن مبدأ فعالية سوق الأوراق المالية، فهي تعمل على جمع المدخرات وتوجيهها نحو الشركات والمشاريع الاستثمارية، بمثابة جسر يربط بين قطاعات الفائض المالي (أصحاب المدخرات) وقطاعات العجز المالي (أصحاب الفرص الاستثمارية)، يُساهم أداء السوق بالفعالية في هذا المجال بتحقيق التخصيص الأمثل للموارد المالية، وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وسد الفجوة التمويلية للمشاريع الاقتصادية والإنتاجية، وفجوة النقد الأجنبي، خاصة في البلدان العربية. لذلك، فإن فعالية الأسواق المالية وتطورها ينعكس بشكل مباشر على كفاءة وتطور الاقتصاد ككل.

مع ازدياد سرعة التطور الاقتصادي، برزت أسواق الأوراق المالية كعنصر هام في دفع عجلة التنمية والازدهار. لم تعد هذه الأسواق مجرد منصة لتبادل الأموال، بل تحولت إلى مؤشر أساسي لقياس تقدم وازدهار مختلف الاقتصاديات، ويفضل ثورة التخصص وتقسيم العمل، ظهرت أسواق مالية متخصصة مثل البورصات، نتيجة تراكم رؤوس الأموال وارتفاع معدلات الادخار. لعبت هذه الأسواق دورًا محوريًا في ضخ الأموال للمشاريع وتوجيه الاستثمارات، مما ساهم بشكل كبير في تعزيز النمو الاقتصادي وترسيخ الازدهار.

في القرن الثامن عشر، شهدت أوروبا ثورة صناعية غير مسبوقه تميزت بظهور آلات ضخمة ذات فعالية عالية حوّلت مسار الإنتاج من الاعتماد على اليد العاملة إلى الاعتماد على الآلات، مما أدى إلى زيادة هائلة في الإنتاجية. واجهت هذه الثورة تحديًا كبيرًا تمثل في تمويل هذه الآلات الضخمة، الأمر الذي تطلب استثمارات مالية هائلة لم تكن متاحة لدى الشركات والأفراد. وهنا برز دور أسواق الأوراق المالية، حيث لعبت دورًا ثوريًا في تمويل الثورة الصناعية من خلال توفير منصة للشركات لجمع رأس المال من المستثمرين. اعتمدت شركات المساهمة بشكل كبير على أسواق الأوراق المالية لتمويل مشاريعها الضخمة ذات المدى الطويل. من خلال طرح أسهمها للاكتتاب العام، تمكنت هذه الشركات من جمع الأموال اللازمة لشراء الآلات الجديدة وتوسيع نطاق أعمالها.

لم يقتصر دور أسواق الأوراق المالية على تمويل الشركات فقط، بل امتد إلى تحويل المدخرات من مجرد أموال خاملة إلى قوى دافعة للنمو من خلال الاستثمار. فقد سمح بيع الأسهم للمستثمرين بالمشاركة في تمويل المشاريع الصناعية، مما أدى إلى تحويل جذري في آليات تمويل الاقتصاد.

مع ازدياد ازدهار أسواق الأوراق المالية، شهدت شركات المساهمة قفزة نوعية في نموها. فقد ساعدها توفر رأس المال على توسيع نطاق أعمالها وزيادة إنتاجيتها، مما أدى إلى تحفيز الاقتصاد ككل، مع انهيار نظام بريتون وودز وظهور نظام أسعار الصرف العالمية، نشأت فجوة كبيرة بين عالم المال والواقع، تعمقت هذه الفجوة مع انتشار عواقب العولمة المالية والتحرير المالي في أسواق الأوراق المالية، مدعومة بالتقدم التكنولوجي الهائل، أدت هذه التطورات إلى تكرار الأزمات المالية، مما أثار تساؤلات حول فعالية النظام المالي الحالي.

على الرغم من فوائد العولمة المالية، إلا أنها كشفت عن هشاشة النظام المالي العالمي، مما دفع العديد من اقتصاديات العالم إلى إعادة تقييم أولوياتها بدلاً من التركيز على تعزيز العولمة المالية بشكل مطلق، أصبح تحقيق نظام مالي مستقر وفعال على المستوى الوطني أولوية قصوى، يركز هذا النظام على تحسين فعالية أسواق الأوراق المالية مع مراعاة المخاطر الكامنة في الترابط المالي العالمي. بعد ذلك، تقوم الدراسة بتحليل أداء هذه الأسواق من خلال مؤشرات العامة، مثل حجم التداول والقيمة السوقية ومعدلات العائد، وتُظهر نتائج الدراسة أن أداء أسواق الأوراق المالية العربية يعاني من نقص في الفعالية بالمقارنة مع أسواق الدول الأخرى، تشمل أهم المعوقات التي تواجه هذه الأسواق: ضعف الدور الرقابي والتنظيمي، غياب التشريعات والأنظمة والقوانين المنظمة للعمل في الأسواق المالية في معظم الدول العربية، افتقار بعض الدول إلى مؤسسات وساطة تتمتع بالخبرة الكافية وعدم استقلالية الأسواق المالية وهيمنة القطاع العام.

تعاني الأسواق المالية العربية من عوائق أساسية تحدّ من فاعليتها وتُعيق نموها كالتقلبات الحادة، وضعف الفعالية والشفافية، تُبعد المستثمرين العرب وتدفعهم للبحث عن ملاذات أكثر استقراراً ووضوحاً في الأسواق العالمية، ويؤدي هروب الاستثمارات العربية إلى حرمان الدول العربية من فرص ثمينة لتنمية اقتصاداتها، وذلك من خلال استغلال الفوائض المالية المتوفرة. كما تُفقد هذه الدول فرصة جذب الاستثمارات الأجنبية التي تُعدّ عنصراً أساسياً في تحفيز النمو وخلق فرص العمل. لذا، من الضروري معالجة هذه العوائق من خلال إصلاحات جوهرية تُعزّز فاعلية الأسواق المالية العربية وتُحسّن من مستويات الشفافية.

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 بالفعالية 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 فعالية أسواق الأوراق المالية العربية للوقوف على تقييم موضوعي لكفاءتها.

إشكالية الدراسة: تواجه أسواق الأوراق المالية العربية عدة تحديات تعيق استقطاب المدخرات وتوجيهها نحو استثمارات مُربحة، تدفعنا إلى البحث عن حلول لتعزيز فعالية هذه الأسواق. ومن هذا المنطلق، نطرح الإشكالية التالية: هل تعتبر الأسواق المالية في الدول العربية فعالة؟ وما هي متطلباتها؟

الأسئلة الفرعية: تُشكل مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية تحليلاً دقيقاً للإشكالية الرئيسية:

- ❖ ماهية الأسواق المالية؟
- ❖ ما هي آفاق الأسواق المالية العربية؟ وماهية الإستراتيجيات التي إتبعنها هذه الدول العربية؟
- ❖ ما هي الخطوات التي اتخذتها دول العالم العربي لتعزيز فعالية أسواقها المالية وتحقيق المعايير الدولية؟

لتحقيق هذا الهدف، يجب علينا تحديد التحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية، اقتراح حلول فعالة لمعالجة هذه التحديات وتقييم مدى فعالية هذه الحلول في تحسين فعالية الأسواق.

الفرضيات: استجابةً للأسئلة المطروحة سابقاً، نطرح الفرضيات التالية:

- ❖ لتفعيل الأسواق المالية في الدول العربية يتطلب وجود مناخ إستثماري وتوفير الشفافية؟
- ❖ تعتمد تقنيات التحليل التي يوظفها المستثمر واستراتيجياته الاستثمارية بشكل كبير على ثقته في كفاءة سوق الأوراق المالية.

مبررات اختيار الموضوع: يعد أسباب إختيار موضوع البحث المعنون بفعالية أسواق الأوراق المالية في الدول العربية خطوة هامة في العملية البحثية، وتتنوع العوامل التي تدفع الباحث لإختياره، ونذكر منها:

- ❖ اهتمام الدول العربية بضرورة تعزيز فعالية أسواق الأوراق المالية.
- ❖ يندرج هذا الموضوع ضمن ميدان التخصص وهو: المالية والبنوك.
- ❖ نقص الدراسات المتعلقة بالموضوع بسبب طبيعته الحديثة.

أهمية الدراسة: تبرز أهمية موضوع هذه الدراسة من خلال النقاط التالية:

- ❖ بات تحقيق فعالية أسواق الأوراق المالية ضرورة ملحة لتخفيف وطأة الأزمات المالية وضمان توزيع الموارد المالية بكفاءة عالية توجيهها نحو الاستثمارات المربحة.
- ❖ يحظى هذا الموضوع باهتمام واسع من قبل مختلف المنظمات والهيئات الدولية، كما يُشكل محور نقاش رئيسي في الدراسات العلمية الاقتصادية.
- ❖ لا يقتصر تحقيق هدف التنمية الشاملة والمستدامة في دول العالم العربي على حجم الاستثمارات المُستقطبة فحسب، بل تلعب كل من فعالية أسواق الأوراق المالية ومساهمتها في مسيرة التنمية دوراً محورياً في هذا الصدد.
- ❖ يُعدّ تعاون اقتصاديات دول العالم العربي ضرورة ملحة لرفع فعالية أسواقها المالية ومن خلال التعاون، يمكن للدول العربية تعزيز تكامل أسواقها المالية وخلق بيئة استثمارية جاذبة وسيؤدي ذلك إلى زيادة الاستثمارات المالية المحلية العربية والعالمية.

أهداف الدراسة: بناءً على ما سبق، نسعى من خلال هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، أهمها:

- ❖ تسليط الضوء على متطلبات فعالية أسواق الأوراق المالية وتأثيرها على التخصيص الأمثل للموارد المالية، مع تحليل أبعادها الاقتصادية وانعكاساتها على نمو الاستثمار والاستراتيجيات المتبعة.
- ❖ تحليل أسواق الأوراق المالية العالمية التي تعد بمثابة منارات تُضيء دروب التطور والفعالية. ولتحقيق قفزة نوعية في سوق الأوراق المالية العربية، يتطلب الأمر تحليلاً دقيقاً لمستويات فعالية أسواقها العالمية، واستخلاص نقاط القوة التي تُشكل ركائز أساسية لتعزيز كفاءة السوق العربية.

البعد الزمني والمكاني للدراسة: من أجل تحقيق الموضوعية وتسهيل الوصول إلى استنتاجات منطقية، تتطلب منهجية البحث العلمي التحكم الدقيق في إطار التحليل الخاص بطبيعة الدراسة. ويشمل ذلك تحديد الإطار الذي يسمح بدراسة الموضوع واختبار الفرضيات بشكل فعال. وإليك تفصيل حدود الدراسة:

البعد المكاني: تُركز هذه الدراسة على تحليل أسواق الأوراق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، تشترك مجموعة من الدول في بعض الخصائص الاقتصادية، مما يُشير إلى تنوع في الأداء الاقتصادي بينها.

البعد الزمني: تمتد فترة الدراسة من عام 2020 إلى عام 2024، وذلك استجابةً لتطورات دولية وسياسية أثرت على اقتصاديات وأسواق الأوراق المالية في الدول العربية خلال تلك الفترة.

المنهج المستخدم: اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، حيث تمّ التركيز على شرح المفاهيم النظرية الأساسية المتعلقة بسوق الأوراق المالية واستراتيجيات الاستثمار المختلفة فيها. كما تمّ تسليط الضوء على مبادئ ونظريات فعالية السوق، مع تحليل تطبيقاتها على أرض الواقع، تمّ تقييم فعالية أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من خلال تحليل أدائها.

صعوبات الدراسة:

- ❖ تباين ملحوظ في البيانات الاقتصادية لدول الوطن العربي خلال فترة الدراسة بين مختلف المصادر، تشمل تقارير صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي والمؤسسة العربية للاستثمار والإئتمان الصادرات، بالإضافة إلى الإحصائيات المحلية.
- ❖ ويصعب أيضاً فهم الاستراتيجيات المتبعة على مستوى الشركات والمصارف، مما يعيق تقييم مدى فعالية حوكمة الشركات في هذه الدول.
- ❖ الصعوبة في جمع بيانات شاملة عن بعض المؤشرات المالية في الدول العربية.

الدراسات السابقة: من أبرز الدراسات التي تناولت الموضوع بشكل معمق ما يلي:

بن أعر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة قياسية، وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجامعة تلمسان سنة 2013، تهدف هذه الدراسة إلى تحليل كفاءة أسواق رأس المال في الدول النامية، مع التركيز على تحديد سبل تفعيلها وتعزيز دورها في تنمية هذه الدول، ستعتمد الدراسة على إطار عمل حدده الاقتصاديان Bemstien & Reilly، والذي يركز على خمسة مقومات رئيسية لكفاءة أسواق رأس المال، وهي: دقة وسرعة وصول المعلومات ضرورية لتمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، كفاءة التسعير والتشغيل تضمن انعكاس الأسعار بشكل دقيق للقيمة الحقيقية للأصول، سيولة السوق تسمح بتداول الأوراق المالية بسهولة وبأقل تكلفة وعدالة السوق تضمن حصول جميع المستثمرين على المعلومات المتساوية.

تقييم كفاءة أسواق المال في كل من بورصات عمان والسعودية وتونس والمغرب، وتحديد العوامل التي تؤثر على كفاءتها، واقتراح سبل تفعيلها، يتطلب: نظام معلوماتي فعال قائم على الشفافية: لتوفير المعلومات الدقيقة للمستثمرين، مناخ استثماري ملائم يعتمد على التنوع في الأدوات المالية وحجم ادخار مناسب ومؤسسات مالية مصرفية متطورة، تطوير أدوات إدارة المخاطر من خلال توفير منتجات مالية متنوعة

النتائج: تحديد مستوى كفاءة كل من بورصات عمان والسعودية وتونس والمغرب. تحليل العوامل التي تؤثر على كفاءة أسواق المال في الدول النامية، العوامل الداخلية مثل حجم السوق، ووجود معلومات كافية، وسيولة السوق. العوامل الخارجية مثل الاستقرار السياسي والاقتصادي، والمؤشرات الاقتصادية الكلية. اقتراح سبل تفعيل كفاءة أسواق المال في الدول النامية، تحسين كفاءة المعلومات من خلال نشر المعلومات المالية بشكل دوري ودقيق وتعزيز سيولة السوق: من خلال تشجيع الاستثمارات المحلية والأجنبية.

مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، 2009/2010، يُركز هذا المقال على طرح مجموعة من التوصيات لمعالجة أوجه القصور التي تُعيق كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية. تشمل هذه الاقتراحات: تعزيز الدور الرقابي للسوق من خلال تحسين أنظمة الرقابة وتفعيل دور الجهات الرقابية، تعديل الأنظمة الضريبية لخلق بيئة استثمارية جاذبة للمستثمرين، تشجيع الاستثمار الأجنبي من خلال تسهيل إجراءات الاستثمار وتوفير حوافز للمستثمرين الأجانب، التوسع في برامج الخوصصة لزيادة سيولة السوق وتعزيز مشاركة القطاع الخاص، الربط والتعاون بين البورصات العربية: لخلق سوق مالية عربية موحدة ذات عمق أكبر، رفع مستوى الأداء من خلال تدريب العاملين في أسواق الأوراق المالية وتطوير مهاراتهم، تطبيق إجراءات التدقيق والمعايير المحاسبية الدولية لضمان الشفافية والموثوقية في التعاملات المالية، وتوفير برامج توعية للمستثمرين: لرفع وعيهم بأفضل ممارسات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

بينما تركز هذه الدراسة على اقتراحات لتحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية، إلا أنها لم تقم بتقييم كفاءة كل سوق على حدة. وبدلاً من ذلك، أصدرت حكماً عاماً بعدم كفاءة هذه الأسواق دون تحديد مستويات

الفعالية لكل منها، يُعد تقييم كفاءة كل سوق بشكل منفصل خطوة ضرورية لتحديد نقاط القوة والضعف في كل منها، مما يسمح بتصميم استراتيجيات مُخصصة لتعزيز كفاءتها بشكل فعّال.

وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجامعة الجزائرية سنة 2003، تتمحور إشكالية البحث حول:

لطالما حلم العرب بتحقيق التكامل المالي بين دولهم، وإنشاء سوق أوراق مالية عربية موحدة. فما مدى إمكانية تحقيق هذا الحلم؟ وما هي الفوائد التي سيجنيها منه العرب؟ حققت الأسواق المالية العربية تقدماً ملحوظاً في مجال الإصلاح والتطوير خلال السنوات الماضية. لكن، ما مدى هذا التقدم؟ وهل وصلت هذه الأسواق إلى المستوى المطلوب لاستقطاب الأموال العربية الموجودة في الخارج وجذب استثمارات أجنبية جديدة؟ نوافق على أن هناك العديد من العوائق التي تعيق تكامل الأسواق المالية العربية. ومع ذلك، نختلف مع الدراسة في ربط تطور الأسواق المالية العربية حصراً بتطور أسواق السلع والخدمات وحجم المبادلات التجارية. نرى أن تحقيق التكامل يتطلب نهجاً أكثر شمولاً، لا نرى أن ربط سوقين ماليين هو الحل الأمثل، بل نؤمن بأن معالجة أوجه القصور في مجالات أخرى هي مفتاح تحقيق التكامل. بل تركيزنا ينصب على: توحيد التشريعات والتنظيمات سيساهم ذلك في خلق بيئة استثمارية موحدة تجذب المستثمرين ويضمن تكافؤ الفرص لجميع اللاعبين في السوق، توسيع نطاق السوق سيؤدي ذلك إلى زيادة حجم المعاملات وتعزيز السيولة ويخلق فرصاً جديدة للشركات لتنمية أعمالها، القضاء على جميع الاضطرابات في السياسات الاقتصادية بحيث يخلق ذلك بيئة استثمارية مستقرة تُشجع على الاستثمار طويل المدى، ويُعزز ثقة المستثمرين في السوق، بتحقيق هذه النقاط، نعتقد أنه يمكننا تحقيق تكامل فعّال بين الأسواق المالية دون الحاجة إلى مجرد ربطها ببعضها البعض. عندما نزيل هذه العوائق، تُفتح أمامنا أبواب التكامل العربي المأمول، ونستقطب الاستثمارات العربية والأجنبية بكفاءة.

سامية زيطاري ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية، تُقدم هذه الأطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد قياسي، من كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2004، تتقاطع مع هذه الأطروحة في اهتمامها بأسواق الأوراق المالية، حيث يتضمن الجزء الأول من الأطروحة مراجعة شاملة لهذا الموضوع، حيث تنقسم هذه الدراسة إلى جزئين رئيسيين:

الجزء الأول: ركز على تحليل أسواق الأوراق المالية، وهو موضوع يرتبط ارتباطاً وثيقاً بدراستنا، يهدف هذا الجزء إلى تقديم مراجعة شاملة لأدبيات أسواق الأوراق المالية، مع التركيز على: خصائص أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية والعوامل المؤثرة على أداء أسواق الأوراق المالية.

الجزء الثاني: تطرق لديناميكية أسواق الأوراق المالية العربية ومقارنتها بالأسواق الناشئة والمتطورة، يهدف هذا الجزء إلى تحليل فعالية سياسات التثبيت النقدي في كل من الجزائر والمغرب خلال فترة زمنية محددة، وذلك باستخدام النماذج الاقتصادية القياسية وتحليل البيانات الاقتصادية والنقدية.

نلاحظ أنّ موضوع البحث الحالي يختلف عن موضوع سبل تفعيل وتطوير الأسواق المالية العربية، وهو موضوع هام للغاية له تأثير مباشر على تحسين أداء هذه الأسواق وتعزيز دورها في التنمية الاقتصادية في رأينا، كان من المهم تناول هذا الجانب في البحث، وذلك للأسباب التالية: يُعدّ تفعيل وتطوير الأسواق المالية العربية ضرورة ملحة لتعزيز جاذبيتها للمستثمرين المحليين والأجانب ومن خلال تناول هذه العوامل بشكل شامل، يمكننا وضع إطار عمل فعّال لتفعيل وتطوير الأسواق المالية العربية وتعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية. وبشكل عام، بينما قدمت الدراسة معلومات قيمة حول أسواق الأوراق المالية، إلا أنها لم تُسلط الضوء بشكل كافٍ على سبل تطوير هذه الأسواق وتعزيز دورها في المنطقة العربية.

هيكل الدراسة: تُقسم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول رئيسية تُسلط الضوء على فعالية أسواق الأوراق المالية:

الفصل الأول: الأساسيات النظرية لأسواق المال يركز هذا الفصل على الجوانب النظرية والفنية لأسواق المال، بدءًا من مفاهيمها وطبيعتها، يتم التطرق إلى عمليات سوق الأوراق المالية، بما في ذلك آليات التداول وتحديد الأسعار وبناقش الفصل أيضًا أساليب تقييم أسهم الشركات في البورصة.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية يسلط هذا الفصل الضوء على مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، مع شرح مختلف صيغها ودور المعلومات فيها، يتم تحليل مفاهيم نظرية المحفظة وكيفية أدائها في السوق وبناقش الفصل أيضًا العوامل التي تؤثر على كفاءة أسواق المال.

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها يركز هذا الفصل على واقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مع التركيز على البورصات المختلفة وتحديات التحرير المالي، يتم تحليل الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية في الدول النامية، يناقش الفصل أساسيات بناء سوق الأوراق المالية وأهم معوقات نموها في الدول العربية، يتم تقييم أداء أسواق المال في الدول النامية باستخدام النماذج القياسية واختبار الفرضيات.

الفصل الأول:

الأساسيات النظرية لأسواق

المال

الفصل الأول: الأساسيات النظرية لأسواق المال

مقدمة الفصل:

في ظل التطورات الاقتصادية المتسارعة والتحولت العالمية المتلاحقة، تزداد أهمية أسواق المالية كأداة رئيسية لتنمية الاقتصادات وتوفير فرص الاستثمار للمستثمرين، ويُعدّ موضوع فعالية أسواق المالية في الدول العربية موضوعاً هاماً ذا أبعاد متعددة، حيث تُشكل هذه الأسواق عصباً رئيسياً للاقتصادات العربية وتلعب دوراً محورياً في تحقيق التنمية المستدامة. ويواجه العالم اليوم تحولات جذرية عميقة تُلامس كافة جوانبه الاقتصادية والسياسية، في خضمّ هذه التطورات، برز اهتمام متزايد بالمال، مما دفع إلى البحث عن أماكن تواجهه وطرق الحصول عليه.

وتبرز "الأسواق المالية" كأحد أبرز الأدوات التمويلية لدى العديد من الدول، مما جعلها في مقدمة اهتماماتها المالية، ولعبت هذه الأسواق دوراً محورياً في مواجهة التطورات والتغيرات العالمية، حيث أثبتت قدرتها على تحقيق التنمية الاقتصادية. لتصبح قاعدة أساسية من قواعد التمويل. لذا، بات من الضروري إعطاء هذه الأسواق الأهمية القصوى.

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية

مراحل تطورها التاريخي:

حضارة وادي الرافدين (4000 قبل الميلاد): شهدت ظهور أقدم أشكال التمويل مع نمو التجارة وتطورها.

الحضارة الرومانية (527 قبل الميلاد): حددت الأسواق المالية لتسهيل المبادلات التجارية وأطلقوا عليها

¹(Cillegia - Mercatorum) منذ فجر التاريخ التجاري، برزت الحاجة إلى منصات لتبادل السلع والخدمات، لتتنشأ بذلك أولى بذور أسواق الأوراق المالية.

ففي عام 1576م، شهدت مدينة أنفيس البلجيكية ميلاد أول بورصة رسمية في العالم، لتُصبح منارة للتجارة العالمية. وتتابع خطوات التطور، ففي عام 1608م، تأسست بورصة أمستردام في هولندا، لتُصبح مركزاً تجارياً هاماً ولم تقتصر ثورة أسواق الأوراق المالية على أوروبا، ففي عام 1666م، انضمت لندن إلى هذا الركب بإنشاء بورصتها الخاصة. وبعد أكثر من قرن، وتحديداً في عام 1808م، برزت بورصة باريس على الساحة

1 الدعي كاظم عباس السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2010، ص 115

الدولية، لتشكل إضافة نوعية لعالم المال والأعمال. وفي عصرنا الحالي، تُعدّ بورصة نيويورك (وول ستريت) التي تأسست عام 1892م، من أهم أسواق الأوراق المالية في العالم.

أما على صعيد الدول العربية، فقد خطت مصر خطوات رائدة في هذا المجال، حيث أنشأت أول بورصة للأوراق المالية في مدينة الإسكندرية عام 1883م. وتبع ذلك تأسيس بورصة القاهرة عام 1903م، لتُصبح مصر مركزاً إقليمياً هاماً لتداول الأوراق المالية. وهكذا، تُشكل هذه البورصات نقاطاً بارزة في رحلة تطور أسواق الأوراق المالية، شاهدة على دورها المحوري في تنمية الاقتصاد العالمي².

التطور التاريخي:

العصور الوسطى: ازدهرت التجارة الدولية، مما أدى إلى تطور أدوات مالية جديدة.

الثورة الصناعية: شهدت نمواً هائلاً في الأسواق المالية مع ظهور شركات ذات فوائض مالية تبحث عن استثمارات.

العصر الحديث: شهد ثورة رقمية في أسواق المال، مع ظهور منصات التداول الإلكترونية، ويُعدّ مصطلح "سوق الأوراق المالية" من أكثر المصطلحات شيوعاً في عالم المال والأعمال. لكن، هل تساءلت يوماً عن أصل هذا المصطلح وكيف تطور مفهومه عبر الزمن؟

أصل التسمية: الجذور اللاتينية: يُعتقد أنّ أصل مصطلح "سوق الأوراق المالية" يعود إلى الكلمة اللاتينية "Bursa" والتي تعني "حقيبة" أو "كيس". في روما القديمة، استخدم التجار هذه الحقيبة لحمل النقود والمعادن الثمينة.

ارتباطه بتجار بروج: في منتصف القرن السادس عشر، اتخذ تجار مدينة بروج البلجيكية من قصر 'Vandebursen' مكاناً دورياً للاجتماع والتداول. أصبح هذا المكان يُعرف باسم "بورصة بروج"، وهو الاسم الذي اشتق منه مصطلح "البورصة" المستخدم اليوم للإشارة إلى سوق الأوراق المالية.

مراحل تطور أسواق المالية

❖ **أسواق ما قبل الثورة الصناعية:** تميزت هذه المرحلة ببساطة أسواق المالية وتركيزها على التبادل التجاري، كان دور الحكومات محدوداً في تنظيم أسواق المالية.

❖ **أسواق الثورة الصناعية:** شهدت هذه المرحلة نمواً هائلاً في أسواق المالية نتيجة التوسع الصناعي والتجاري.

² ال سليمان مبارك بن محمد أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى الرياض كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، 2005، ص 54

❖ ظهرت بورصات الأوراق المالية كمركز رئيسي لتداول الأسهم والسندات، ازداد دور الحكومات في تنظيم أسواق المالية لحماية المستثمرين.

❖ **أسواق ما بعد الثورة الصناعية:** تميزت هذه المرحلة بتطور هائل في أسواق المالية نتيجة التقدم التكنولوجي والعولمة، ظهرت أدوات مالية جديدة مثل المشتقات المالية وصناديق الاستثمار، ازدادت أهمية دور المؤسسات المالية في إدارة المخاطر وتعزيز كفاءة أسواق المالية.

❖ **أسواق العصر الرقمي:** تشهد أسواق المالية حاليًا ثورة جديدة مدعومة بالتكنولوجيا الرقمية، انتشر استخدام منصات التداول الإلكتروني وتطبيقات الهاتف المحمول لتداول الأوراق المالية. أصبحت أسواق المالية أكثر سهولة وسرعة وكفاءة.

أهم الأحداث في تاريخ أسواق المالية:

1602: تأسيس بورصة أمستردام، أول بورصة أوراق مالية في العالم.

1773: تأسيس بورصة نيويورك.

1929: انهيار بورصة وول ستريت، مما أدى إلى الكساد الكبير.

1987: انهيار بورصة نيويورك، المعروف باسم "الثلاثاء الأسود".

2008: الأزمة المالية العالمية.

تأثير الأحداث التاريخية على أسواق المالية: أدت الأحداث التاريخية الكبرى إلى تقلبات كبيرة في أسواق المالية، تطورت أسواق المالية بشكل كبير استجابةً لهذه الأحداث. ازدادت أهمية دور الحكومات والمؤسسات المالية في ضمان استقرار أسواق المالية. ختامًا، مرّت أسواق المالية بتطورات هائلة عبر التاريخ، ولا تزال تواجه تحديات جديدة في العصر الرقمي، من المهم فهم هذا التطور التاريخي لفهم أفضل لواقع أسواق المالية وتحدياتها المستقبلية³.

المطلب الثاني: مفهوم الاسواق المالية وأقسامها

لفهم مفهوم "الأسواق المالية" بشكل دقيق، لا بد من تحليل كل مكون من مكوناته. ف "السوق" يُشير إلى تلك المنصة التي تُتيح للبائعين والمشتريين التقاء والتبادل، سواء كان ذلك في مكان مادي أو افتراضي. بينما يُشير "المال" إلى كل ما يُمكن ادخاره واستخدامه في المعاملات، سواء كان ذلك في شكله النقدي السائل أو في صورة أوراق مالية أو تجارية، تُمثّل الأسواق المالية تلك المنصة التي تجتمع فيها عروض البيع وشراء الأوراق المالية

³ جون روبرتس، الأزمات المالية: التاريخ، مطبعة جامعة أكسفورد، 2008، ص 56

وتترجم تفاعل هذه العروض إلى عمليات تداول تُحرّك عجلة السوق المالية، ويُعدّ وجود هذه الأسواق ضروريًا لضمان إتمام المعاملات المالية بسرعة وبسعر عادل.⁴

لا تقتصر "الأسواق المالية" على مكان محدد، بل تشمل مجموعة من المؤسسات المالية، مثل بيوت السمسة، التي تُقدم خدماتها للمقرضين وللمستثمرين في سوق رؤوس الأموال، وعلى غرار أي سوق آخر، تُعدّ "الأوراق المالية" (الأسهم والسندات) بمثابة السلعة الأساسية في هذا السوق، ولكن على عكس الأسواق التقليدية، لا يُشترط أن يكون لـ "الأسواق المالية" وجود مادي، بل يكفي أن تُؤمن منصة افتراضية تُسهّل عملية التواصل بين البائع والمشتري. وبالتالي، تُصبح "الأسواق المالية" بمثابة جسر يربط بين أصحاب الأموال الراغبين في الاستثمار وأصحاب المشاريع الباحثين عن تمويل، وهذا ما يجعلها عنصرًا هامًا في المنظومة الاقتصادية، حيث تُساهم في توفير فرص الاستثمار وتنشيط الحركة الاقتصادية.⁵

أقسام الأسواق المالية: تنقسم الأسواق المالية إلى نوعين رئيسيين:

1. **أسواق النقد:** يُعدّ السوق النقدي أقدم أسواق المالية، حيث نشأ بالتزامن مع ظهور الأوراق النقدية، ويتميز هذا السوق بتعاملاته قصيرة الأجل، حيث تُتداول فيه أدوات مالية ذات آجال استحقاق قصيرة، تلعب البنوك المركزية دورًا محوريًا في تنظيم العمليات داخل السوق النقدي، بينما تُشارك البنوك التجارية بشكل فعّال من خلال استثمار فوائضها وتلبية احتياجاتها من السيولة، فيما يعتمد تمويل البنوك التجارية على احتياطاتها لدى البنك المركزي، مما يُساهم في تعزيز استقرار السوق، تُميّز السوق النقدي عن بقية الأسواق المالية خصائص فريدة⁶، أهمها:

❖ **قلة المخاطر:** يرجع ذلك إلى قصر آجال الأدوات المتداولة وسرعة تداولها، بالإضافة إلى إمكانية صدور بعض هذه الأدوات عن الحكومات، مما يُعزز ضمانات المستثمرين.

❖ **سرعة التداول:** تُتيح هذه الخاصية للمستثمرين دخول السوق والخروج منه بسهولة، وبفضل هذه الخصائص، يُصبح السوق النقدي وجهة جذابة للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عوائد سريعة مع مخاطر محدودة. وبالتالي، يُعدّ السوق النقدي عنصرًا أساسيًا في المنظومة المالية، حيث يُساهم في توفير السيولة للبنوك وتسهيل العمليات المالية بين مختلف الأطراف، وتنقسم هذه الأسواق إلى فرعين رئيسيين:

⁴ د. مريم بنت محمد بن عبد الرحمن آل خليفة، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأسهم في الدول العربية، جامعة الملك سعود، 2017، ص 67.

⁵ د. حسين صبحي العباس، الآفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مجلة بحوث مستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، الموصل، العدد 10، 2005، ص 105.

⁶ رشيد حسن خولة، تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في العراق، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد 25، 2015، ص 163.

2. سوق الخصم: يتخصص هذا السوق في تداول الأدوات المالية ذات آجال الاستحقاق القصيرة، مثل⁷:

- الأوراق التجارية: وهي أوراق دين تصدرها الشركات لتمويل احتياجاتها التشغيلية.
- الكمبيالات المصرفية: وهي أوراق دين تصدرها البنوك لتمويل عملائها، لا تشمل هذه السوق شهادات الإيداع، حيث تُعتبر هذه الأوراق قابلة للتداول في أسواق أخرى، يتميز سوق الخصم بخصائص فريدة، منها:
- سرعة التداول: تُتيح هذه الخاصية للمستثمرين دخول السوق والخروج منه بسهولة.
- سيولة عالية: يُمكن بيع وشراء الأدوات المالية في السوق بسهولة وبسعر عادل.
- مخاطر محدودة: يرجع ذلك إلى قصر آجال الأدوات المتداولة.

3. سوق القروض قصيرة الأجل: تُقدم هذه السوق قروضاً قصيرة الأجل للعملاء، مثل:

قروض الشركات: تُستخدم هذه القروض لتمويل احتياجات التشغيل أو الاستثمار.

قروض الأفراد: تُستخدم هذه القروض لتمويل احتياجات شخصية أو استهلاكية، بالإضافة إلى القروض المقدمة للعملاء، تُتيح هذه السوق أيضاً إمكانية إقراض الأموال بين البنوك، تُعدّ هذه القروض عنصراً هاماً في توفير السيولة للبنوك. يُطلق على سوق القروض قصيرة الأجل مسمى "السوق ما بين البنوك".

تتميز هذه السوق بحجم تعاملات كبير، حيث تصل قيمة التعاملات في سوق لندن إلى 15 مليار دولار، ويفضل هذه الخصائص، تُعدّ أسواق النقد ركيزة أساسية في المنظومة المالية، حيث تُساهم في توفير السيولة وتسهيل العمليات المالية بين مختلف الأطراف⁸.

4. أسواق رأس المال: يُعدّ سوق رأس المال بمثابة المنصة التي تُتيح للمستثمرين تمويل المشاريع

على المدى الطويل، وذلك من خلال تداول الأدوات الاستثمارية والأوراق المالية المصدرة ذات آجال متوسطة أو طويلة. وبعبارة أخرى، يُمكن تعريفه بأنه الفضاء الذي تتم من خلاله:

إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط أو الطويل، والتمويل من خلال القروض متوسطة وطويلة الأجل، بالإضافة إلى توفير الفرصة للمستثمرين لتحقيق دخل متتابع، حاز سوق رأس المال هذا الاسم لكونه الوجهة التي يلجأ إليها أصحاب المشاريع للحصول على رأس المال اللازم لتنفيذ مشاريعهم الاقتصادية وتحقيق أهدافهم، وينبثق عن سوق رأس المال سوقان فرعيان رئيسيان:

⁷ محمد عابد الفقي، أسواق المال والمالية، دار الشروق، الطبعة الثانية، 2018، ص 43.

⁸ براني كوين، أسواق المال، القاهرة: قسم الترجمة بدار الفاروق، 2007، ص 11.

سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل: يضمّ هذا السوق كافة الأطراف التي تُشارك في عمليات القروض متوسطة وطويلة الأجل، مثل: البنوك المتخصصة في تقديم القروض طويلة الأجل، صناديق الادخار التي تُقدم قروضاً طويلة الأجل للمستثمرين، مؤسسات التأمين التي تُقدم قروضاً طويلة الأجل لتمويل مشاريعها، الهيئات العامة للتأمينات الاجتماعية التي تُقدم قروضاً طويلة الأجل لموظفيها.

سوق الأوراق المالية: تُعدّ هذه السوق وجهة رئيسية لاستثمار أموال المستثمرين والمدخرين، حيث تُتيح السوق تمويل المشاريع الاقتصادية تمويلاً طويلاً الأجل من خلال إصدار وتداول مختلف أنواع الأوراق المالية، مثل: الأسهم التي تُمثل ملكية في الشركات والسندات التي تُمثل ديوناً تصدرها الشركات والحكومات⁹.

المطلب الثالث: مكونات سوق الأوراق المالية

تعريف سوق الأوراق المالية: نظرة شاملة على تعريف الباحثين الاقتصاديين يُعدّ تعريف سوق الأوراق المالية موضوعاً نال اهتمام العديد من الباحثين الاقتصاديين على مرّ التاريخ. إليك بعض التعاريف المميزة التي قدمها خبراء اقتصاديون بارزون:

➤ **د. محمد عبد الفتاح:** حيث عرف "سوق الأوراق المالية هو مكان أو منصة يتم فيها تداول الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات، بشكل علني ومنظم، وذلك عن طريق وسطاء أو سوق مالية منظمة"¹⁰.

➤ **د. أحمد حسن:** بينما رأى "سوق الأوراق المالية هو سوق مالي مُنظم يُتيح تداول الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات، بين المستثمرين من خلال شبكة من الوسطاء والسماسرة"¹¹.

➤ **د. محمد عبد الله:** في حين يعتبرها "سوق الأوراق المالية هو سوق منظم يُتيح تداول الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات، بهدف تحقيق الربح من خلال ارتفاع أو انخفاض أسعارها"¹².

➤ **د. خالد محمد:** أما "سوق الأوراق المالية هو نظام مالي مُنظم يجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات، ويُسهل عملية تداولها بأسعار عادلة".

➤ **د. عائشة أحمد:** فيما تعرفها "سوق الأوراق المالية هو سوق منظم يُتيح تداول الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات، ويُساهم في تمويل الشركات والحكومات، وتوفير فرص الاستثمار للمستثمرين"¹³.

⁹ الداغر محمود محمد، الاسواق المالية (مؤسسات، بورصات، أوراق)، الطبعة الأولى، عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع، 2007، ص 45.

¹⁰ د. محمد عبد الفتاح، إطار المحاسبي لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية، جامعة الزيتونة، الأردن، 2005، ص 57.

¹¹ د. أحمد حسن، أحكام التعامل في الأسواق المالي المعاصرة، دار الجامعة الأردنية للنشر والتوزيع، الأردن، 2018، ص 112.

¹² د. محمد عبد الله، أسواق المال و التمويل الدولي، مكتبة دار النفائس القاهرة، مصر، 2000، ص 35.

بعد تحليل التعريفات المختلفة المقدمة من قبل خبراء الاقتصاد والمال، يمكن استخلاص الملاحظات التالية: تتنوع زوايا النظر إذ تسلط التعريفات الضوء على جوانب مختلفة لسوق الأوراق المالية، مثل دورها كمؤسسة مالية، وقناتها الوظيفية، وإطارها التنموي، وآلياتها التقنية، وكفاءتها في توزيع الموارد، ونظامها التشغيلي، ودورها التمويلي، التركيز على الوظائف الأساسية حيث تتفق جميع التعريفات على أن الوظائف الأساسية لسوق الأوراق المالية تتمثل في:

توفير منصة منظمة لتداول الأوراق المالية الأسهم والسندات، ربط المستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم بالمُصدرين الذين يسعون إلى الحصول على تمويل، تحويل الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بكفاءة، المساهمة في تنشيط الاقتصاد وتوزيع الموارد المالية، بناءً على هذه الملاحظات، يمكن صياغة تعريف شامل لسوق الأوراق المالية على النحو التالي: سوق الأوراق المالية هي منصة منظمة تُتيح تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات) بكفاءة، وتُعدّ قناة تربط المستثمرين بالمُصدرين، مما يُساهم في تحويل الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، وتعزيز النشاط الاقتصادي وتوزيع الموارد المالية.

أسس وبناء سوق الأوراق المالية: تتميز سوق الأوراق المالية بتنوعها، حيث تنقسم إلى أقسام مترابطة، لكل منها آليات عمل وفروع داخلية مميزة بسمات وخصائص وأدوات استثمارية خاصة، تقسيم السوق حسب معيار الزمن:

السوق الآجلة: تُعرف أيضاً باسم "أسواق العقود المستقبلية". تتميز ببيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات) من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، يدفع المشتري قيمة الورقة المالية حالياً، بينما يتسلمها في تاريخ محدد في المستقبل. تُستخدم هذه السوق لتخفيض أو تجنب مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية¹⁴.

السوق العاجلة: تُعرف أيضاً باسم "السوق الحاضرة" أو "السوق الآنية". تُعدّ من أهم أسواق الأوراق المالية، حيث تتم فيها عمليات البيع والشراء وتسليم واستلام الأوراق المالية فوراً بعد إتمام الصفقة، تنقسم السوق العاجلة إلى:

➤ **السوق الأولية:** تُعنى بإصدار وإدراج الأوراق المالية الجديدة.

➤ **السوق الثانوية:** تُعنى بتداول الأوراق المالية المُدرجة مسبقاً¹⁵.

¹³ د. عائش أحمد، أساسيات سوق الأوراق المالية، دار النشر مكتب الجريير الرياض، المملك العربية السعودية، 2023، ص 89.

¹⁴ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر: قسم العلوم الاقتصادية، ص 42.

¹⁵ لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، رسالة دكتوراه، جامعة منتوري قسنطينة: قسم العلوم الاقتصادية، 2010، ص 42.

استكشاف السوق الأولية: فهم طبيعتها وخصائصها: وردت عدة تعاريف لأسواق المالي حسب العديد من الباحثين الإقتصاديين:

➤ **وجهة نظر وظيفية:** (محمد محمود الداغر) يرى أن السوق الأولية هي "السوق التي يتم من خلالها إصدار وبيع الأسهم والسندات لأول مرة من قبل الشركات والحكومات.¹⁶"

➤ **وجهة نظر تنظيمية:** (فيصل محمود الشاورة) يصفها بـ "السوق المنظمة التي يتم من خلالها إصدار وبيع الأوراق المالية الجديدة للمستثمرين لأول مرة.¹⁷"

➤ **وجهة نظر تمويلية:** (عباس كاظم الدعي) يعتبرها "المصدر الأساسي لتمويل الشركات والحكومات من خلال إصدار أسهمها أو سنداتها.¹⁸"

➤ **وجهة نظر استثمارية:** (محمد صالح الحناوي) يرى أنها "السوق التي تُتيح للمستثمرين الاكتتاب في الأوراق المالية الجديدة قبل إدراجها في السوق الثانوية."¹⁹

➤ **وجهة نظر قانونية:** (عاطف وليم أندراوس) يُعرفها بـ "السوق التي تخضع لقوانين خاصة تنظم عملية إصدار وبيع الأوراق المالية الجديدة.¹⁹"

تعريف عام: بشكل عام، يمكن تعريف السوق الأولية بأنها:

تُعدّ السوق الأولية ركيزة أساسية في عالم الاستثمار، حيث تُمثل المنصة المنظمة التي يتم من خلالها إصدار وبيع الأوراق المالية الجديدة (الأسهم والسندات) للمستثمرين لأول مرة. تخضع هذه السوق لقوانين خاصة تضمن نزاهة وشفافية العمليات، مما يُشجع المستثمرين على المشاركة في الاكتتابات.

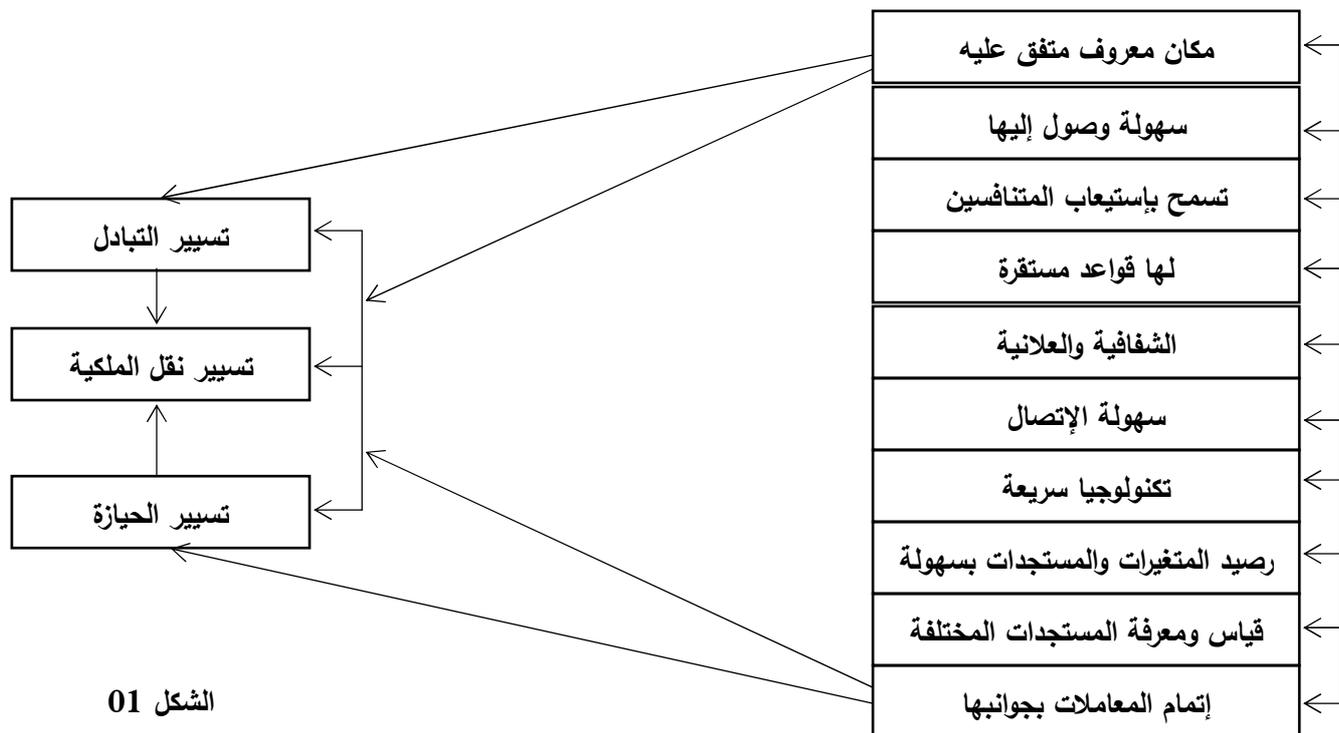
وتُمثل السوق الأولية المصدر الأساسي لتمويل الشركات والحكومات، حيث تُتيح لهم جمع الأموال اللازمة لتمويل مشاريعهم وتوسعاتهم وبالنسبة للمستثمرين، تُعدّ السوق الأولية بوابة الدخول إلى عالم الاستثمار في الأوراق المالية الجديدة. يُمكنهم من خلالها الاكتتاب في الأسهم والسندات قبل إدراجها في السوق الثانوية، مما يُتيح لهم الاستفادة من فرص الاستثمار المُبكرة وتحقيق عوائد مُجزية. وبشكل عام، تُلعب السوق الأولية دورًا هامًا في تنمية الاقتصاد من خلال توفير قنوات تمويل فعّالة للشركات والحكومات، وتحفيز الاستثمار، وخلق فرص جديدة للثروة.

¹⁶ محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005، ص 25.

¹⁷ فيصل محمود الشاورة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 61.

¹⁸ عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 67.

¹⁹ عاطف وليم أندراوس، أسواق المال وأسواق الأوراق المالية: بين الضروريات والتحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطوورها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 156.



الشكل 01

المصدر: محسن أحمد الخضيري : كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة اشترك للنشر والتوزيع سنة 1999، ص9

خصائص السوق الأولية: تتميز السوق الأولية بمجموعة من الخصائص الفريدة التي تميزها عن غيرها من أسواق الأوراق المالية، إليك بعض أهمها:

- **الجديد:** تُعدّ السوق الأولية ساحة تداول الأوراق المالية الجديدة لأول مرة، حيث يتم طرح أسهم وسندات الشركات والحكومات للبيع للمستثمرين لأول مرة.
- **المنظمة:** تخضع السوق الأولية لقوانين وتنظيمات خاصة تُنظم عملية إصدار وبيع الأوراق المالية الجديدة، وذلك لضمان نزاهة وشفافية العمليات وحماية حقوق المستثمرين.
- **التمويل:** تُعدّ السوق الأولية مصدرًا هامًا لتمويل الشركات والحكومات، حيث تُتيح لهم جمع الأموال اللازمة لتمويل مشاريعهم وتوسعاتهم من خلال إصدار أسهم أو سندات جديدة.
- **الاكتتاب:** تُتيح السوق الأولية للمستثمرين الاكتتاب في الأوراق المالية الجديدة قبل إدراجها في السوق الثانوية، مما يُتيح لهم فرصة الحصول على هذه الأوراق المالية بسعر الاكتتاب الأولي قبل أن ترتفع قيمتها في السوق.

➤ **التنوع:** تُصدر السوق الأولية مختلف أنواع الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات، بما يتناسب مع احتياجات المستثمرين المختلفة وأهدافهم الاستثمارية²⁰.

تتميز السوق الأولية بثلاثة أنواع رئيسية للإصدار²¹:

الإصدارات الجديدة لأول مرة: تشمل هذه الحالة طرح أسهم شركات جديدة للاكتتاب العام أو الخاص. يُتيح هذا النوع من الإصدار للشركات جمع رأس المال اللازم لبدء عملياتها أو توسيع نطاقها، وقد يتم الاكتتاب في الأسهم من قبل المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية.

الإصدارات الجديدة لشركات قائمة: تشمل هذه الحالة زيادة في رأس المال لشركات قائمة. قد تتم هذه الزيادة من خلال إصدار أسهم جديدة أو سندات قابلة للتحويل، حيث يُتيح هذا النوع من الإصدار للشركات تمويل مشاريع توسعية أو سداد ديونها.

الإصدارات الجديدة لشركات مغلقة: تُمثل هذه الحالة إصدارًا جديدًا لرأس المال لشركات مغلقة، لا يتم طرح هذه الأسهم للاكتتاب العام، بل يتم تخصيصها للمساهمين الأصليين في الشركة فقط. حيث يُستخدم هذا النوع من الإصدار لتمويل احتياجات محددة للشركة دون الحاجة إلى توسيع قاعدة المساهمين، ويتم تصريف الإصدارات الجديدة من خلال استخدام ثلاث أساليب هي:

أسلوب البيع المباشر: يُعد أسلوب البيع المباشر من أساليب إصدار الأوراق المالية، حيث تقوم جهة الإصدار بالتواصل بشكل مباشر مع المستثمرين المحتملين لعرض إصداراتها دون الحاجة إلى وسطاء.

أسلوب البيع غير المباشر:

تأمين تغطية الاكتتاب: يقوم بنك الاستثمار بتأمين تغطية الاكتتاب، مما يعني ضمان بيع جميع الأوراق المالية المصدرة، يحصل بنك الاستثمار على ربح من خلال الفرق بين سعر الشراء (السعر الذي يشتريه من الشركة المصدرة) وسعر البيع (السعر الذي يبيعه للمستثمرين).

تصريف الإصدار: يتفق بنك الاستثمار مع الشركة المصدرة على تصريف الإصدار كله أو نسبة منه مقابل عمولة تتراوح بين 10 إلى 15% من قيمة الإصدار، ويتحمل بنك الاستثمار مخاطر عدم قدرته على تصريف الإصدار بالكامل، وقد يلجأ إلى بنوك أخرى لتوزيع الخسائر والتكلفة. قد يُضطر بنك الاستثمار إلى تسويق عدد من الأوراق المالية بسعر أقل من قيمتها في حالة انخفاض الطلب عليها.

²⁰ عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية، المجمع العربي لعلوم الشرطة (ASJP)، الجزائر، 2021، 10-13.

²¹ جمال الدين شحانون، الأسواق المالية: المفاهيم والأدوات والتحليل، دار الجامعة الجزائرية، الجزائر، 2007، 97-106.

ترتيب بيع الأوراق المالية: يلعب الوسيط المالي دور الوسيط بين الشركة المصدرة والمستثمرين، حيث يسعى الوسيط إلى إيجاد مستثمرين محددين لشراء الأوراق المالية، ويتقاضى يتقاضى الوسيط أتعابًا مقابل خدماته في ترتيب عملية البيع، ثم يقوم الوسيط بإيداع حصيلة الاكتتاب في حساب الشركة لدى المصرف.

بذل قصارى الجهد في البيع: يقتصر دور الوسيط المالي (مثل بنك الاستثمار) على محاولة بيع أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية للمستثمرين، يحصل الوسيط على أجر محدد مقابل جهوده في عملية البيع. لا يتحمل الوسيط مسؤولية تغطية الاكتتاب، أي ضمان بيع جميع الأوراق المالية المصدرة. قد لا ينجح الوسيط في بيع جميع الأوراق المالية، مما قد يُشكل عبئًا على الشركة المصدرة.

طريقة البيع بالمزاد: تُعدّ طريقة البيع بالمزاد أحد أساليب إصدار الأوراق المالية، حيث يتم دعوة المستثمرين المحتملين للمشاركة في عملية المزاد لشراء هذه الأوراق، تتم عملية البيع بالمزاد على النحو التالي: يتم تحديد سعر الطرح، يتم دعوة المستثمرين، ثم يتم قبول العطاءات، يتم تحديد سعر الإغلاق.²²

طبيعة وأهمية السوق الثانوية: تُعدّ السوق الثانوية، المعروفة أيضًا باسم سوق التداول، منصة حيوية لتداول الأوراق المالية بعد إصدارها في السوق الأولية. بمعنى آخر، تُتيح هذه السوق للمستثمرين بيع وشراء هذه الأوراق المالية دون الحاجة إلى المرور بالشركة المصدرة أو وسيط مالي محدد.²³

تصنيف دقيق للسوق الثانوية: أقسامها ومستوياتها: تنقسم السوق الثانوية إلى سوق منظمة وغير منظمة وفق ما يلي:

السوق المنظمة: منصة آمنة للتداول وتُعدّ السوق المنظمة، المعروفة أيضًا باسم البورصة أو السوق الرسمية، منصة آمنة لتداول الأوراق المالية تتميز بمجموعة من الخصائص الرئيسية²⁴:

مكان محدد للتداول: توفر السوق المنظمة مكانًا محددًا يلتقي فيه البائعون والمشترون للأوراق المالية، سواء بشكل مباشر أو من خلال وسطاء معتمدين. قد يكون هذا المكان عبارة عن قاعة تداول تقليدية أو منصة إلكترونية حديثة.

إدارة من قبل مجلس منتخب: يتم إدارة السوق المنظمة من قبل مجلس منتخب يُمثّل مصالح جميع المتعاملين في السوق، ويُساهم هذا المجلس في ضمان العدالة والشفافية في عمليات التداول.

²² بن زواي نسرين، إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمات، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد 12.

²³ الزبيدي زهير حامد، كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع والطموح نظرة تحليلية، مجلة ديالي، العدد 57، 2013، ص 08

²⁴ عطا الله ماجد أحمد، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع، 2011، ص 152.

شروط محددة للتداول: لا يُسمح بالتداول إلا في الأوراق المالية المُسجلة لدى هيئة تنظيمية مختصة، تُحدد السوق المنظمة شروطاً محددة لعمليات التداول، مثل آليات التسعير وطرق التسوية، وتقسّم الأسواق المنظمة دورها إلى مستويين، وذلك حسب حجم وأهمية المؤسسات التي يسمح بتداول أسهمها:

السوق الرئيسية: تضم السوق الرئيسية أكبر وأهم الشركات من حيث حجم رأس المال والأرباح السنوية، حيث تتمتع الشركات المدرجة في السوق الرئيسية بمعايير عالية من الشفافية والحوكمة الرشيدة، وتُفرض شروط دخول صارمة على الشركات الراغبة في الإدراج في السوق الرئيسية، تتمتع الأسهم المدرجة في السوق الرئيسية بسيولة عالية واهتمام كبير من المستثمرين.

السوق الفرعية: تضم السوق الفرعية الشركات المتوسطة الحجم التي تُظهر إمكانات نمو جيدة، وتُطبق معايير دخول أقل صرامة على الشركات الراغبة في الإدراج في السوق الفرعية، تتمتع الأسهم المدرجة في السوق الفرعية بسيولة أقل مقارنةً بالسوق الرئيسية، تُعدّ السوق الفرعية منصة مناسبة للشركات الناشئة والشركات ذات إمكانات نمو قوية²⁵.

السوق غير المنظمة: عالم تداول حر: تُعدّ السوق غير المنظمة، المعروفة أيضاً باسم السوق غير الرسمية أو السوق الموازية، منصة تداول بديلة تتميز بخصائص فريدة²⁶:

تداول خارجي: لا تخضع السوق غير المنظمة لسيطرة أو تنظيم من قبل هيئة رسمية، يتم إجراء عمليات التداول بشكل مباشر بين البائع والمشتري دون وسيط مركزي.

شبكات اتصال إلكترونية: تُستخدم شبكات اتصال إلكترونية متطورة مثل ECNS لتسهيل التواصل بين المتعاملين، تُتيح هذه الشبكات عرض عروض الشراء والبيع للأوراق المالية بشكل مستمر.

حديد السعر عن طريق التفاوض: يتم تحديد سعر الأوراق المالية من خلال المفاوضات بين البائع والمشتري، لا توجد آلية مركزية لتحديد الأسعار، مما قد يؤدي إلى تقلبات أكبر في الأسعار.

أبرز أسواق الأوراق المالية غير المنظمة: تتعدد أسواق الأوراق المالية غير المنظمة حول العالم، وتختلف خصائصها و حجمها ونوعية الأوراق المالية المتداولة فيها. إليك بعض أبرز هذه الأسواق:

سوق الصرف الأجنبي (Forex): أكبر سوق مالي في العالم من حيث حجم التداول، يتم تداول العملات الأجنبية بشكل مباشر بين البنوك والمؤسسات المالية، يتميز بتقلبات عالية في الأسعار.

²⁵ الدعي عباس كاظم، مرجع سبق ذكره، ص110.

²⁶ Frederic Mishkin, *Monnaie, banque et marché financier*, Paris: Pearson Education, France 9eme édition, 2010, p35.

سوق الأسهم غير المدرجة: تُباع وتُشتري أسهم الشركات التي لم يتم إدراجها في أي بورصة رسمية، قد تتم عمليات التداول عبر وسطاء أو منصات إلكترونية، تتميز بسيولة أقل مقارنةً بالسوق المنظمة.

سوق السلع: يتم تداول السلع الأساسية مثل الذهب والنفط والغاز الطبيعي، قد تتم عمليات التداول عبر عقود مستقبلية أو عقود خيارات، تتميز بتقلبات عالية في الأسعار.

سوق العملات الرقمية: سوق ناشئ لتداول العملات الرقمية مثل بيتكوين وإيثريوم، ويتميز بتقلبات عالية في الأسعار وعدم وجود تنظيم رسمي، وينطوي على مخاطر عالية للمستثمرين.

أسواق الظل: أسواق غير قانونية تُستخدم غالبًا لأغراض غسل الأموال وتمويل الإرهاب، تتميز بغياب الشفافية والرقابة، وتشكل خطرًا كبيرًا على النظام المالي العالمي.

تعريف Fischer & Jordan للأسواق غير المنظمة: يقدم Fischer & Jordan تعريفًا شاملاً للأسواق غير المنظمة في كتابهما "The Economics of Private Equity Funds" اقتصاد صناديق الأسهم الخاصة:

تعريف Fischer & Jordan: الأسواق غير المنظمة هي أسواق لا تخضع للتنظيم الرسمي من قبل هيئة حكومية. وتشمل هذه الأسواق مجموعة واسعة من الأنشطة.

أسواق الولايات المتحدة غير المنظمة: نظرة شاملة: في الولايات المتحدة، يُعدّ السوق غير المنظم نظامًا واسعًا يتجاوز مجرد تداول الأوراق المالية غير المدرجة. إليك نظرة شاملة على بعض أسواق الولايات المتحدة غير المنظمة:

السوق الثالث: يُعرف أيضًا باسم السوق الوردي أو السوق خارج البورصة (OTC)، يُستخدم لتداول أسهم الشركات التي لم تُدرج في بورصة رسمية مثل بورصة نيويورك (NYSE) أو بورصة ناسداك (NASDAQ)، يتميز بسيولة أقل وتقلبات أعلى في الأسعار مقارنةً بالسوق المنظمة. يخضع لتنظيم محدود من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC)، من أشهر الأمثلة على السوق الثالث في الولايات المتحدة²⁷:

IEX Group, BATS Global Markets, Virtu Financial

السوق الرابع: يُعرف أيضًا باسم السوق غير المقيد، يُستخدم لتداول أسهم الشركات ذات المخاطر العالية أو التي تواجه صعوبات مالية، ويتميز بسيولة منخفضة جدًا وقلّة المعلومات المتاحة عن الشركات المدرجة، يخضع لتنظيم ضئيل من قبل SEC، من أشهر الأمثلة على السوق الرابع في الولايات المتحدة²⁸:

Dark pools, Peer-to-peer marketplaces, Crypto exchanges

²⁷ الدعي عباس كاظم، مرجع سبق ذكره، ص 110.

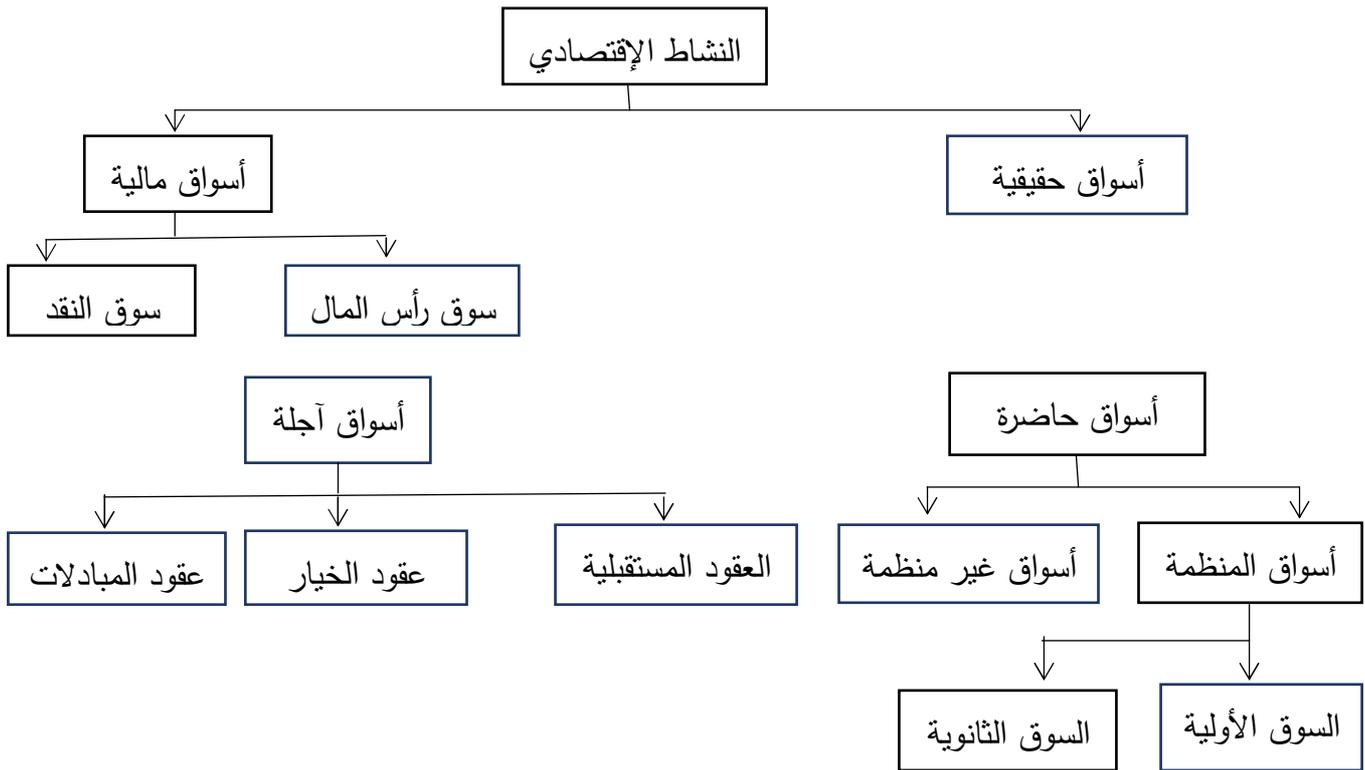
²⁸ الهندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 111.

الفصل الأول: الأساسيات النظرية لأسواق المال

أسواق صناع السوق: تُنشئها مجموعات من صناع السوق (Market Makers) لتداول أنواع معينة من الأوراق المالية، تتميز بخصائص و شروط تداول خاصة تحدها مجموعات صناع السوق. قد تشمل أسواق السندات وأسواق العملات الأجنبية وأسواق المشتقات، وتخضع لتنظيم SEC بدرجات متفاوتة، تشمل هذه الأسواق:

أسواق العملات الأجنبية (Forex)، أسواق السلع الأساسية، أسواق الرهن العقاري، أسواق التأمين.

أسواق أخرى: تشمل أسواق الظل، مثل أسواق المخدرات والأسلحة غير المشروعة تتميز بأنشطة غير قانونية ونشاطات غسل الأموال وتمويل الإرهاب، لا تخضع لأي نوع من التنظيم.



المصدر: بن امر بن حاسين، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص: نقد، بنوك مالية، جامع تلمسان، 2013.

المبحث الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية، وأهميتها

المطلب الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز هذه السوق المالية عن غيرها من الأسواق بخصائص فريدة، تشمل²⁹:

- ❖ يُتيح التداول في سوق الأوراق المالية للمستثمرين اتخاذ قرارات استثمارية ذكية من خلال توفير بيئة مناسبة ومنافسة عادلة وبيانات كافية، مما يؤدي إلى تحديد أسعار عادلة على أساس تفاعل العرض والطلب.
- ❖ نظرًا لتعقيدات سوق الأوراق المالية، خاصةً في الأسواق الثانوية، يُنصح المستثمرون بالتعامل مع الوسطاء والسماسة ذوي الخبرة في الشؤون المالية لضمان سير عملية التداول بسلاسة وتحقيق أفضل النتائج.
- ❖ تتميز أسواق الأوراق المالية بسعتها الهائلة وقدرتها الفائقة على التكيف، مدعومة بحجم المعاملات الضخم والتكنولوجيا المتطورة. بفضل ذلك، حققت انتشارًا واسعًا على مستوى العالم لتصبح من أهم محركات الاقتصاد العالمي.
- ❖ بفضل تطورها، تُتيح أسواق الأوراق المالية مجالات واسعة للاستفادة منها لفئات متنوعة من المستثمرين على مستوى العالم.
- ❖ الدخول إلى عالم أسواق الأوراق المالية يتطلب إلمامًا دقيقًا بالمعلومات السوقية واتخاذ قرارات استثمارية حكيمة. وبناءً على ذلك، فإن الإقدام على استثمار أموالك في أوراق مالية ذات مخاطر عالية قد ينطوي على مخاطر سلبية يجب أخذها بعين الاعتبار.
- ❖ تتمتع سوق الأوراق المالية ببيئة تنظيمية أكثر صرامة من غيرها، وذلك لعدة أسباب:
- ❖ المتعاملون فيها هم من الوكلاء المختصين: مما يعني أنهم يملكون الخبرة والمعرفة اللازمة للتعامل في هذه السوق، ويخضعون لقواعد وأنظمة صارمة.
- ❖ وجود شروط وقيود قانونية: تنظم تداول الأوراق المالية في هذه السوق، مما يضمن الشفافية والنزاهة في التعاملات.
- ❖ وجود هيئات رقابية تشرف على عمل السوق وتضمن تطبيق القوانين والأنظمة.
- ❖ جوهر سوق الأوراق المالية هو تمثيل الأصول الحقيقية، بمعنى آخر:

²⁹ ستيفن أ. روبنز، ترجمة د. محمد عبد الرحمن العشماوي، دار الشروق، مصر، 2019، ص 99-109.

المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دورًا محوريًا في الاقتصاد الكلي من خلال تيسير حركة الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بكفاءة عالية، وتُعدّ كذلك آلية فعالة لربط المدخرين بالمستثمرين، مما يعزز النمو الاقتصادي ويساهم في استقراره، ولذلك، وتُعدّ سوق الأوراق المالية عنصرًا أساسيًا في أي اقتصاد متطور³⁰.

نظام التمويل المباشر: ببساطة، هو نظام يربط بين من يملك المال (الأعضاء ذوو الفائض) ومن يحتاجه (الأعضاء الذين بحاجة إلى التمويل).

نظام التمويل غير المباشر: يلعب القطاع المصرفي دورًا رئيسيًا في تمويل الاقتصاد من خلال التمويل غير المباشر، فهو بمثابة جسر يربط بين أصحاب الأموال (المستثمرين) و أصحاب الحاجة للتمويل (المؤسسات)، وتتم العملية من خلال جمع الودائع من المستثمرين و إقراضها إلى المؤسسات³¹.

تتمثل وظائف سوق الأوراق المالية الأساسية فيما يلي:

➤ توفير رؤية ثاقبة لاتجاهات السوق المستقبلية من خلال تحليل السلوكيات التاريخية لمؤشرات الأسعار وحجم الإنتاج³².

➤ تُعدّ بمثابة مراقب خارجي غير رسمي لفعالية استراتيجيات الشركات المدرجة، سواءً من ناحية الاستثمار والتمويل أو التشغيل والتسويق، وذلك من خلال انعكاس أدائها على أسعار أسهمها³³.

➤ في خضمّ صراع الاقتصاد الوطني مع ارتفاع معدلات التضخم، تُبرز سوق الأوراق المالية نفسها كأداة فعّالة لتَحْدِيدِ هذا الخطر المحدق. فمن خلال استقطاب الودائع وجمع السيولة المالية، تلعب السوق دورًا محوريًا في استقرار الأسعار وضمان استدامة النمو³⁴.

➤ تلعب الأسواق المالية دورًا محوريًا في الحد من المخاطر الجوهرية، ولا سيما تلك المتعلقة بتوفر السيولة وتقلبات الأسعار، وتؤدي هذه المعلومات إلى تحسين عملية صنع القرار الاستثماري، مما يُعزز ثقة المستثمرين في السوق ويُشجع على زيادة حجم الاستثمارات³⁵.

³⁰ النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، الاسكندرية: مكتبة شباب الجامعة، 1999، ص91.

³¹ قدي عبد المجيد، مدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص261.

³² عرفة عبد السالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، عمان: دار الراجحة للنشر والتوزيع، 2009، ص189.

³³ مفيد ذنون يونس، كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولمة، تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة

الموصل، المجلد 27، العدد 79، 2005، ص41.

³⁴ بوكساني رشيد، مرجع تم ذكره، ص11.

³⁵ الدعيمي كاظم، مرجع تم ذكره، ص 146.

المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية:

تبرز أهمية سوق الأوراق المالية في كونها ركيزة أساسية لدفع عجلة التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال الوظائف الحيوية التي تضطلع بها، والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية³⁶:

➤ تُمثل القناة الرئيسية لتوجيه أموال المدخرين نحو فرص الاستثمار المتنوعة في مختلف المجالات.

➤ تساعد هذه السوق على تمويل المشاريع دون الحاجة إلى طباعة المزيد من النقود، مما يساعد في السيطرة على التضخم.

➤ تُشكل الأسواق المالية شريانًا حيويًا لتدفق الأموال إلى الشركات، مما يُسهم في تمويل مشاريعها وخططها التوسعية.

➤ وجود السوق يُتيح تحويل الورقة المالية إلى نقود بسهولة ويُحافظ على قيمتها الطبيعية.

➤ السوق المالية هي ساحة للتداول في المخاطر، حيث ساعدت التطورات، خاصة في مجال المنتجات المشتقة، على إدارة وتوجيه المخاطر التي يتحملها الفاعلون الاقتصاديون، كما ان تنويع الأوراق المالية يُعزّز من قدرة المستثمر على تحمل المخاطر.

³⁶ محمد عبد الرحمن عطية، أسواق الأوراق المالية: المدخل والممارسة، دار النهضة العربية، مصر، 2019، ص 10-10.

المبحث الثالث : تنظيم سوق الأوراق المالية

المطلب الأول : نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

لضمان بيئة تداول عادلة وشفافة، تخضع الأسواق المنظمة لشروط محددة تضمن سير العملية بشكل سلس وآمن³⁷.

- أولاً، يجب تداول جميع الأوراق المالية المسجلة داخل قاعة مخصصة للتعامل.
 - ثانياً، يتم التداول من خلال وسطاء مرخص لهم بالعمل في السوق، وذلك لضمان كفاءة وخبرة في تنفيذ عمليات البيع والشراء.
 - ثالثاً، تخضع عمليات التداول لقواعد محددة مسبقاً، تضمن سير العملية بشكل سلس ونزيه.
 - رابعاً، تحدد الهيئة المشرفة على السوق وحدات التعامل ووحدات تغيير الأسعار، لضمان سهولة المقارنة بين مختلف الأوراق المالية.
 - خامساً، تقوم الهيئة بنشر معلومات عن جميع الصفقات والكميات المتداولة، بالإضافة إلى معلومات أخرى ضرورية لصالح المتعاملين.
- من خلال هذه الشروط، تضمن الأسواق المنظمة بيئة تداول آمنة وعادلة لجميع المستثمرين، مما يشجع على الاستثمار ونمو السوق. يتأكد من خلال ما تم ذكره أن مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من:
- قاعة التداول** وهو الفضاء الذي يضج بالحركة والحيوية حيث يجتمع البائعون والمشترون لإجراء صفقاتهم.
- يقوم الوسطاء بتنفيذ تعليمات عملائهم المتعلقة بشراء أو بيع الأسهم والسندات وغيرها من الأصول المالية. يقوم الوسطاء بتنفيذ تعليمات عملائهم المتعلقة بشراء أو بيع الأسهم والسندات وغيرها من الأصول المالية، ولا يحق للوسطاء الاستفادة من عمليات الشراء أو البيع لأنفسهم، وذلك ضماناً للنزاهة والشفافية في التعاملات. يمكن أن يكون الوسيط شخصاً طبيعياً يمارس مهنة السمسرة بشكل فردي، أو شركة متخصصة في هذا المجال.
 - الوسطاء هم من أهم العناصر الأساسية في البورصة، ويمكن القول أن الوسطاء هم بمثابة الجسر الذي يربط بين المستثمرين والسوق. وتلعب خدمات الوساطة دوراً هاماً في تعزيز كفاءة السوق. وبالتالي، فإن الوسطاء هم أحد العناصر الأساسية التي لا غنى عنها في البورصة.

³⁷ بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراث المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012، ص48.

➤ يُعدّ الوسيط بمثابة مستشار للمستثمر، فهو يقدم له النصائح والمشورة والرأي حول أفضل الأوراق المالية للشركات القوية. كما يُساعده على فهم السوق بشكل أفضل من خلال تحليله وتقديم توقعاته للمستقبل.

➤ تُساعد نصائح الوسيط المستثمر على اتخاذ قرارات استثمارية ذكية، وتجنب المخاطر. كما تُساعده على تحقيق أقصى استفادة من استثماراته.

➤ يجب على الوسطاء التمتع بفهم عميق للسوق المالي، بما في ذلك تقلباته، ودوافعه، وقواعده، وتوازنه، ويتطلب ذلك تحصيلًا علميًا متينًا في مجال سوق المال، بالإضافة إلى خبرة عملية واسعة.

طرق التداول بسوق الأوراق المالية: يحدد الوسيط سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري بطريقتين:

طريقة المفاضلة: تُعد هذه الطريقة فهي يتم فيها الإعلان عن أسعار العرض والطلب وهي طريقة شائعة لتحديد سعر الورقة المالية. تتيح هذه الطريقة تحديد سعر عادل للورقة المالية، كما توفر شفافية أكبر في السوق وتسمح للمشتري والبائع بالتفاوض على سعر يناسبهم، وهي عملية تقييم وتحديد أفضل الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، مع مراعاة احتياجات المستثمر وأهدافه ومستوى المخاطر التي يقبلها.

طريقة المزايمة: تعتمد هذه الطريقة على مبدأ المزايمة العلنية، حيث يتنافس المشترون على شراء الأوراق المالية بسعر أعلى من بعضهم البعض. يتم عرض جميع العروض بشكل علني، ويُمنح أفضل عرض للمشتري، عند إتمام عملية بيع وشراء الأوراق المالية، تنتهي عملية التداول. تتم التسوية من خلال تبادل الأوراق المالية والأموال بشكل فعلي. وتُسجل هذه العمليات ضمن حجم التداول، مما يُظهر كمية الأوراق المالية التي تم تداولها خلال فترة زمنية محددة³⁸.

المطلب الثاني : المتعاملون في سوق الأوراق المالية

يمكن تصنيف المتعاملين في سوق الأوراق المالية حسب حسب الهدف من وراء هذا التعامل، أو حسب هيكل السوق وأقسامه وفق ما يلي:

حسب معيار الهدف من التعامل في سوق التداول: يُشكّل هذا المعيار النقطة المحورية التي يُخطّط المتعاملون من خلالها لعمليات البيع والشراء، ويُقسمهم إلى أربع فئات رئيسية:

³⁸ بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 55-56

المضاربون المحترفون: هم مجموعة من المستثمرين المهرة الذين يجيدون تحليل السوق، يبحثون عن فرص للربح من خلال استغلال فروق الأسعار. يراقبون تحركات السوق بشكلٍ دائم، ويستخدمون التحليل الإحصائي والاقتصادي لتفسير العوامل المؤثرة، وفهم العمليات الفنية داخل السوق.

المضاربون الهواة: فئة من المستثمرين الذين يسعون إلى جني الأرباح من خلال استغلال فروق الأسعار دون بذل الجهد لفهم العوامل المؤثرة على السوق أو اتجاهاته. بينما قد يحقق بعضهم نجاحاً قصيراً المدى، إلا أنهم غالباً ما يواجهون الخسائر على المدى الطويل ويخفقون من السوق.

المتآمرون: تُشكل هذه المجموعة قوة ضاربة في السوق، تهدف إلى فرض سيطرتها على الأسعار وتوجيهها صعوداً أو هبوطاً بشكل مصطنع. تسعى هذه الفئة إلى ابتزاز السوق وخلق أوهام حول قيمة الأوراق المالية، رافعةً أو خافضةً أسعارها عن قيمتها العادلة التي تُحددها قوى العرض والطلب الطبيعية.

ما يميز هذه المجموعة هو امتلاكها موارد مالية ضخمة تُمكنها من تحقيق أهدافها. فبفضل سيولتها المالية، تستطيع هذه الفئة شراء أو بيع كميات هائلة من الأوراق المالية، مؤثرةً على اتجاه السوق بشكل مصطنع.

المستثمرون: يُمكن تقسيم المستثمرين إلى فئتين رئيسيتين:

المستثمر الداخلي: يسعى إلى السيطرة على الشركة وإدارتها، يهدف إلى تحقيق أهداف استراتيجية مثل التوسع أو تغيير مسار الشركة، ويملك عدداً كافياً من الأسهم لضمان تحقيق أهدافه.

المستثمر العادي: يسعى إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل، ويهتم بتحقيق عائد جاري من خلال توزيعات الأرباح، لا يسعى إلى السيطرة على الشركة أو إدارتها³⁹.

ركز هذا التصنيف على جانب واحد من سوق الأوراق المالية، وهو سوق التداول، دون الخوض في تحليل أو تصنيف الجانب الأساسي، وهو سوق الإصدار. تميز التصنيف بالتركيز على هدف التعامل في سوق التداول، تاركاً تحليل كيفية إصدار الأوراق المالية لسوق لاحق.

حسب معيار نوع السوق وهيكلته: وفقاً لهذا المعيار، يمكن تصنيف المشاركين في سوق الأوراق المالية إلى الفئات التالية:

عارضو رؤوس الأموال: "المقرضون": هؤلاء هم المستثمرون الذين يملكون أموالاً فائضة ولا يودون الاحتفاظ بها خاملة. بدلاً من ذلك، يُقدمون هذه الأموال لمن يبحثون عن تمويل مشاريعهم مقابل الحصول على أرباح. بمعنى آخر، هم يبيعون سيولتهم مقابل عوائد⁴⁰.

³⁹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 14.

⁴⁰ لحرش الطاهر، استراتيجية تسويق الأوراق المالية وأثرها في تنشيط الاستثمار المالي - دراسة تحليلية لخصائص ومحددات سلوك المستثمر المالي الفرد الجزائري - أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2008/2009، ص: 49-50.

العائلات والخواص والأفراد: يلعب صغار المدخرين، المعروفين باسم المدخرين التقليديين، دورًا هامًا في سوق الأوراق المالية. فوجودهم يضيف حركية كبيرة على السوق، ويوفر كمية هائلة من السيولة التي تحتاجها السوق لكي تعمل بكفاءة. يجب أن تتمتع هذه الشريحة من المستثمرين بنفس حظوظ المستثمرين الكبار لكي يزداد دورهم فاعلية في السوق.

المستثمرون المؤسسيون: يُعدّ المستثمرون المؤسسيون من أهمّ مصادر التمويل في مختلف القطاعات الاقتصادية. ويأتي دورهم بعد العائلات كأكبر وأهمّ العارضين لرؤوس الأموال. وتتنوع أنواعهم لتشمل:

صناديق الضمان الاجتماعي: تُعنى بتوفير الدعم المالي للأفراد في حالات الشيخوخة أو العجز أو المرض.

صناديق التقاعد: تُقدم مداخل ثابتة للأفراد بعد انتهاء حياتهم المهنية.

صناديق البطالة: تُقدم الدعم المالي للباحثين عن عمل.

صناديق التأمين: تُقدم الحماية المالية للأفراد والشركات من المخاطر المختلفة.

صناديق الودائع والضمانات: تُقدم التمويل للمشاريع الصغيرة والمتوسطة.

هيئات التوظيف الجماعي: تُقدم خدمات التوظيف والتدريب للباحثين عن عمل. بالإضافة إلى المتعاملين المذكورين، هناك جهات أخرى تلعب أدوارًا هامة في سوق التداول، تشمل⁴¹:

الهيئات ذات الطابع غير الربحي:

الجمعيات: تلعب دورًا في تمكين أعضائها من الوصول إلى أسواق التداول، تقدم خدمات مثل التعليم والتدريب والبحث، وتدافع عن مصالح أعضائها أمام الجهات التنظيمية.

المؤسسات: قد تصدر أسهم أو سندات لجمع الأموال، تستثمر هذه الأموال في مشاريع تهدف إلى تحقيق أهدافها الاجتماعية.

البنوك التجارية: تلعب دورًا محوريًا في تسهيل عمليات التداول. تقدم خدمات مثل فتح الحسابات وتسوية المعاملات، تقديم الائتمان للمتداولين، وتوفير المعلومات والتحليلات.

جهات أخرى:

شركات الوساطة: تعمل كوسيط بين المتداولين والبورصات، وتنفّذ أوامر الشراء والبيع. تقدم خدمات مثل:

البحث والتحليل، وإدارة الحسابات، التعليم والتدريب.

⁴¹ د. مريم إبراهيم أحمد، لإستثمار الأموال في الأوراق المالية: تحليل المخاطر والعوائد، دار الجامعة العربية، لبنان، 2018، ص 380-395.

صناديق الاستثمار: تجمع الأموال من المستثمرين وتستثمرها في مجموعة متنوعة من الأصول، وتوفر للمستثمرين فرصة للوصول إلى أسواق التداول دون الحاجة إلى خبرة أو معرفة متخصصة.

شركات التأمين: تقدم منتجات تأمينية ضد المخاطر المرتبطة بالتداول، وتساعد على تقليل المخاطر وتحسين استقرار السوق.

الجهات التنظيمية: تلعب دورًا هامًا في ضمان نزاهة وفعالية أسواق التداول، وتضع قواعد وأنظمة تحكم سلوك المتداولين والجهات الفاعلة الأخرى، تراقب السوق وتتخذ إجراءات ضد أي انتهاكات للقواعد.

مقدمو الخدمات المالية: يقدمون مجموعة متنوعة من الخدمات للمتداولين، مثل: معالجة المعاملات، توفير البيانات والمعلومات، وتطوير أدوات وبرامج التداول.

المؤسسات الأكاديمية: تلعب دورًا هامًا في نشر المعرفة والوعي حول أسواق التداول، تقدم برامج تعليمية وتدريبية للمتداولين، وتجري أبحاثًا حول أسواق التداول وتقدم تحليلات وتوقعات.

وسائل الإعلام: تلعب دورًا هامًا في نشر المعلومات والأخبار حول أسواق التداول، وتساعد المتداولين على اتخاذ قرارات مستنيرة.

طالبو رؤوس الأموال المقترضون: هم الفئة التي تحتاج إلى أموال وتعاني من نقص في السيولة، وتلبي هذا الاحتياج عن طريق إصدار الأوراق المالية أمثلة على طالبي رؤوس الأموال المقترضين: **الدولة والهيئات التابعة لها، مؤسسات القرض، الشركات الخاصة والمختلطة**⁴².

الوسطاء الماليون في البورصة: يلعب الوسطاء الماليون دورًا محوريًا في البورصة، حيث يُعتبرون حلقة وصل أساسية بين عارضي وطالبي رؤوس الأموال، مما يساهم في تسهيل عمليات التداول وتحقيق السيولة في السوق. وتتنوع مهامهم بحسب تخصصاتهم، ونذكر من أهمهم⁴³:

سمسار الأوراق المالية: هو وسيط مالي وهو شخص أو شركة تعمل كحلقة وصل بين البائع والمشتري في سوق الأوراق المالية. يقوم الوسيط بتلقي أوامر العملاء بالبيع والشراء، ثم ينفذها نيابة عنهم مقابل عمولة محددة.

مساعدو سمسار الأوراق المالية:

المندوب الرئيسي: يساعد السمسار في تنفيذ الأوامر داخل المقصورة، يتلقى أجرًا مقابل خدماته، ولا يكون طرفًا في العمليات التي يعقدها السمسار.

⁴² محمد عادل إبراهيم، إدارة المخاطر المالية في المؤسسات المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2020، 423-435.

⁴³ د. عبد الحميد عيو، شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة وإطارها القانوني في الجزائر، دار الجامعة للنشر، الجزائر، 2018، ص 124-131.

الفصل الأول: الأساسيات النظرية لأسواق المال

الوسيط: حلقة وصل بين العميل والسمسار، يتلقى الأوامر من العميل ويبلغها للسمسار، ويتقاضى عمولة بسيطة من الصفقة.

صانع السوق: مرخص من لجنة البورصة لشراء وبيع الأوراق المالية، يعمل لصالحه أو لصالح عملائه، يلعب دورًا هامًا في البورصة، يشتري عندما يكون السمسار بائعًا، ويبيع عندما يكون السمسار مشتريًا.

المتخصصون: سماسرة يتعاملون في أوراق مالية محدودة، ويتم تداول هذه الأوراق في مركز واحد.

شركات المقاصة والتسوية: تكمل عمل السمسار أو شركة السمسرة، تستكمل العمليات التي قامت بها شركة السمسرة، وتسوي المراكز المالية بين المتعاملين⁴⁴.



المصدر : محسن أحمد الخضيرى (مرجع سابق ص 50)

⁴⁴ صالح مفتاح، معار فريدة، دور البورصة التمويلي-مع الإشارة الى حالة الجزائر، الملتقط الوطني حول: أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، الجزائر: الجامعة الإفريقية العقيد أحمد دراية، أدرار كلية الآداب والعلوم الإنسانية، 24-25/04/2007.

المطلب الثالث: أوامر التداول في الأوراق المالية

النظام الأساسي للبورصة يعتمد على أوامر البيع والشراء من قبل العملاء، وأمر البورصة هو تفويض من العميل إلى السمسار أو الوسيط لتنفيذ عملية بيع أو شراء أوراق مالية محددة في البورصة، وهي تنقسم إلى⁴⁵:

الأوامر المشروطة على السعر: هي الأوامر التي يُحدد فيها العميل سعرًا محددًا لتنفيذ الصفقة، ويتم تنفيذ الصفقة فقط إذا كان سعر السوق مطابقًا أو أفضل من السعر المُحدد من قبل العميل.

الطلب من خلال أوامر السوق: يُقدم العميل، من خلال أمر السوق، طلبًا للسمسار لتنفيذ صفقة شراء أو بيع أداة مالية بأسرع وقت ممكن. يهدف هذا النوع من الأوامر إلى إنجاز المعاملة دون تأخير، مع التأكيد على الحصول على أفضل سعر متاح في السوق وقت تقديم الطلب.

الأوامر المحددة: يحدد العميل سعرًا محددًا للصفقة، ولا تتم الصفقة إذا كان سعر السوق أقل من هذا السعر في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع. ويجب أن تتم الصفقة خلال مدة زمنية محددة.

الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: تُعرف الأوامر المُشروطة بالزمن بأنها مجموعة من التعليمات البرمجية التي تُنفذ فقط في أوقات مُحددة مسبقًا. بمعنى آخر، تُحدد شروط زمنية لتنفيذ هذه الأوامر، فإذا توافرت هذه الشروط، يتم تنفيذها، وإذا لم تتوافر، لا تُنفذ، وتنقسم إلى:

الأوامر المحدودة بيوم أو بأسبوع أو بشهر

الأوامر المفتوحة: هي الأوامر التي تصدر وتبقى سارية المفعول دون حد زمني محدد، حتى يتم تنفيذها أو إلغاؤها بشكل صريح ونشوب هذه الأوامر نوعين من المخاطر هي:

مخاطر النسيان: قد ينسى الشخص الذي أصدر الأمر أو الجهة المسؤولة عن تنفيذه وجوده، مما قد يؤدي إلى عدم تنفيذه أو تأخير تنفيذه.

مخاطر تغير المعلومات: قد تتغير المعلومات أو الظروف التي تم على أساسها إصدار الأمر، مما قد يجعل تنفيذه غير مناسب أو غير ضروري.

الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: يُعرف الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة باسم أمر الحد المعلق (Limit Order). يُستخدم هذا النوع من الأوامر لتحديد سعر محدد لشراء أو بيع سلعة أو ورقة مالية، مع تحديد تاريخ أو نطاق زمني لتنفيذ الأمر.

⁴⁵ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 18.

أمر مفتوح في حدود سعر معين يُعد الأمر المفتوح في حدود سعر معين استراتيجية تداول تسمح للمتداول بشراء أو بيع أصل ما بسعر محدد مسبقاً، دون الحاجة إلى تحديد كمية محددة من الأصل. يُستخدم هذا النوع من الأوامر بشكل شائع في الحالات التالية:

التداول الآلي: حيث يمكن للمتداولين برمجة أوامرهم مسبقاً، وتحديد السعر الذي يرغبون في الشراء أو البيع عنده، دون الحاجة إلى مراقبة السوق بشكل مستمر.

التحوط من المخاطر: حيث يمكن للمتداولين استخدام الأوامر المفتوحة لحماية أنفسهم من تقلبات السوق، من خلال تحديد سعر محدد لبيع أصولهم عند حدوث انخفاض في السعر.

التداول على الأخبار: حيث يمكن للمتداولين استخدام الأوامر المفتوحة للاستفادة من تحركات السوق المفاجئة، من خلال تحديد سعر محدد لشراء أو بيع أصل ما عند صدور أخبار مهمة.

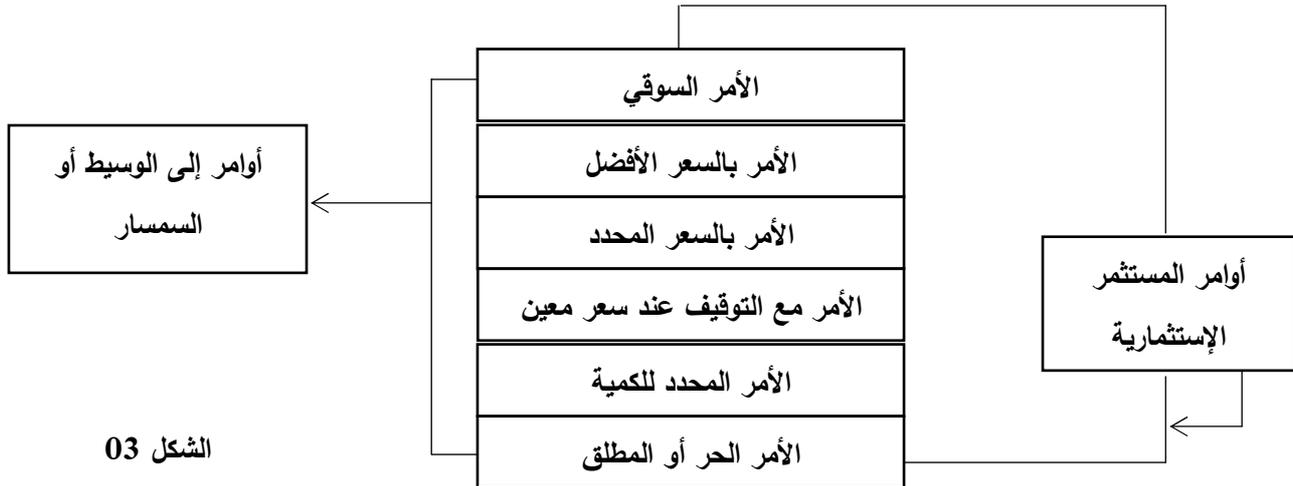
الأوامر الخاصة:

أوامر الإيقاف: تُستخدم أوامر الإيقاف في الأسواق المالية لحماية الأرباح المحققة أو تخفيض حجم الخسائر. تشمل أنواع:

- **أمر إيقاف الشراء:** يُستخدم هذا الأمر للشراء عند ارتفاع سعر الأمان إلى مستوى محدد.
- **أمر إيقاف البيع:** يُستخدم هذا الأمر للبيع عند انخفاض سعر الأمان إلى مستوى محدد.
- **أمر إيقاف الخسارة:** يُستخدم هذا الأمر لبيع الأمان تلقائياً عند انخفاض سعره إلى مستوى محدد لتقليل الخسارة.

الأوامر المحددة للإيقاف: تُستخدم الأوامر المحددة للإيقاف للتغلب على حالة عدم التأكد المرتبطة بأوامر الإيقاف. في أوامر الإيقاف العادية، لا يعرف المستثمر سعر التنفيذ بعد تحويل أمر الإيقاف إلى أمر السوق. بينما في الأوامر المحددة للإيقاف، يحدد المستثمر سعراً محدداً للتنفيذ⁴⁶.

⁴⁶ لخلف عثمان، إدارة وتنظيم عمل السوق المالي، مجلة دفاثر البحوث العلمية، المركز الجامعي تيبازة، العدد الثالث، 2013، ص 252-253.



الشكل 03

المصدر : محسن أحمد الخضيري (مرجع سابق ص 153)

خاتمة الفصل:

تُعد سوق الأوراق المالية ركيزة أساسية لنمو الاقتصاد، حيث تُتيح آلية فعّالة لتوجيه المدخرات نحو الاستثمار. تكمن كفاءة هذه السوق في انعكاس المعلومات بشكل دقيق في أسعار الأوراق المالية، مما يُساهم في تساوي القيم السوقية مع القيم الحقيقية ويُتيح فرصًا متساوية لجميع المستثمرين.

يتطلب تحقيق فعالية السوق مكونين رئيسيين: الفعالية الداخلية والخارجية. تشمل الفعالية الداخلية توفير تسعير عادل للأوراق المالية وضمان وصول جميع المستثمرين إلى المعلومات بشكل متساوٍ. بينما تُعنى الفعالية الخارجية بتحقيق التوازن بين العرض والطلب مع تقليل العوائق أمام دخول وخروج المستثمرين.

الفصل الثاني:

كفاءة سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

مقدمة الفصل:

تُعتبر نظرية كفاءة سوق الأوراق المالية من الركائز الأساسية للاقتصاد الحديث، وذلك لدورها المحوري في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وتكمن قوتها في كونها تُشكل بوصلة موثوقة تُوجّه الموارد المالية نحو الاستثمارات المُجدية، ويُمكن هذا الوضوح في المعلومات المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية صائبة، تُفضي بدورها إلى تحقيق عائدات مرتفعة. وبالتالي، تُساهم نظرية كفاءة السوق في تَحَلُّق بيئة استثمارية صحية تُحفز النمو الاقتصادي وتُعزّز ازدهاره.

المبحث الاول: ماهية كفاءة أسواق الأوراق المالية

المطلب الاول: نشأة نظرية كفاءة السوق

نشأت فرضية كفاءة السوق من رحلة بحثية طويلة عبر مساهمات العديد من الباحثين والاقتصاديين المتخصصين في دراسة سلوك الأسواق المالية، النظرية تعود إلى القرن السادس عشر، وتحديداً عام 1564. حيث وضع العالم جيرولامو كاردانو، في كتابه "كتاب لعبة الحظ"، الأساس لألعاب القمار: المساواة التامة بين جميع اللاعبين، حتى في أدق التفاصيل.

في عام 1863، لاحظ سمسار الأسهم الفرنسي جول ريجنو أن:

➤ كلما زاد طول فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية، ازداد احتمال تحقيق ربح أو خسارة أكبر.

➤ ترتبط تقلبات أسعار الأسهم بشكل مباشر مع الجذر التربيعي للزمن.

بمعنى آخر، كلما زاد الوقت الذي تحتفظ فيه بالأوراق المالية، زادت احتمالية تعرضك لربح أو خسارة كبيرة، وتزداد هذه الاحتمالية بشكل سريع مع مرور الوقت، وفي أواخر القرن التاسع عشر، برز مفهوم "السير العشوائي" ليشغل تفكير كل من الفيزيائي البريطاني "لورد رايلي" والفيلسوف "جون فين". وتقوم هذه النظرية على فكرة جوهرية مفادها أن مسار أسعار الأسهم لا ينضبط بقواعد محددة، بل يتسم بحركة عشوائية يصعب التكهّن بها⁴⁷.

⁴⁷ Martin Sewell, **History of Efficient Market Hypothesis**, UCL, Department of computer science, RESEARCH Note RN/11/04, 2011, p02.74*+9-

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

في مؤلفه "أسواق الأسهم في لندن وباريس ونيويورك" (1889)، وضع الاقتصادي جورج جيبسون لبنات نظرية كفاءة السوق الحديثة. فقد خلص إلى أن قيمة الأسهم عند طرحها للتداول تعكس بدقة جميع المعلومات المتاحة عنها. وبالتالي، شكّلت أفكاره هذه الأساس لفرضية السوق الفعّالة، التي تنص على أن أسعار الأسهم تعكس بدقة القيمة الحقيقية للشركات، في أوائل القرن العشرين،⁴⁸ ثار عالم الرياضيات الفرنسي لويس باشليه على الفكر السائد آنذاك، متمثلاً في آراء الاقتصادي جون كينز، من خلال تقديمه مساهمة ثورية في مجال تحليل الأسهم. فقد حطّم باشليه فكرة أن أسعار الأسهم تتحدد بشكل عشوائي بفعل المضاربات، وقدم بدلاً من ذلك تحليلاً دقيقاً لعوائد الأسهم، توصل من خلاله إلى استنتاج هام مفاده أن تغيرات أسعار الأسهم تخضع لعوامل اقتصادية جوهرية تُفسّر مسارها، في عام 1953،⁴⁹ أجرى موريس كيندال دراسة رائدة حول سلوك أسعار الأسهم الأسبوعية في السوق البريطاني. سعى كيندال إلى الكشف عن نمط منتظم في تحركات الأسعار، لكنه فوجئ باكتشاف أن أسعار الأسهم تتبع مساراً عشوائياً لا يمكن التنبؤ به، وأكدت دراسة هاري روبرتس لعام 1959 هذه النتائج، حيث درس حركة مؤشر داو جونز الصناعي وخلص إلى أن الأسواق المالية تتصرف بطريقة عشوائية يصعب التنبؤ بها.⁵⁰

في عام 1965، هزّ "يوجين فاما" عالم الاستثمار بنتائج بحثه التي أيدت فرضية السير العشوائي لأسعار الأسهم. لقد أثبت "فاما" من خلال دراسته أن أسعار الأسهم تتذبذب بشكل عشوائي تقريباً، ممّا يجعلها غير قابلة للتنبؤ بدقة عالية. ويعود ذلك إلى استقلالها عن المعلومات المتاحة سابقاً، وانعكاسها الكامل في أسعار الأسهم الحالية.⁵¹

بعد دراسات كل من "بول سامويلسون" عام 1965 و "بينوا ماندلبروت" عام 1966، يمكننا القول أن سوق الأوراق المالية يشبه "لعبة عادلة"، بمعنى آخر، من الصعب على المستثمرين تجاوز أداء السوق بشكل دائم دون امتلاكهم لمعلومات سرية غير متاحة للجميع. تعكس أسعار الأسهم توقعات المستثمرين بناءً على جميع

⁴⁸ Idem.

⁴⁹ Louis Bachelier, Théorie de la spéculation, Annales scientifique de L.E.N.P, 03^a série, 1900, p 21

⁵⁰ EloryDimson, Massoud Mussavian, ABrief History of market efficiency, (London Business Schools: WP Published in European Financial Management, vol4 n01: 1998), p3.

Fama Eugene هو عالم اقتصاد أمريكي من مواليد 14 فيفري 1939، حاصل على جائزة نوبل للاقتصاد اشتهر بأبحاثه النظرية والتجريبية في نظرية المحفظة وتسعير الأصول المالية، كما حصل على شهادة جامعية في اللغة الفرنسية من جامعة تافنس عام 1960م، وماجستير ادارة أعمال، ودكتوراه في الاقتصاد والتمويل من جامعة شيكاغو، فاز بجائزة المالية والاقتصاد من دويتش بنك منحت له سنة 2005 م، اشتهر بتطويره الفرضية كفاءة السوق المالي، نال جائزة نوبل للاقتصاد سنة 2013، إلى جانب كل من روبرت شيلر لارس بيتر هانسن حول بحثه عن التحليل التجريبي لأسعار الأصول المالية للمزيد من التفصيل الاطلاع على جائزة نوبل للاقتصاد، متاح على الموقع <https://ar.m.wikipedia.org> بتاريخ اطلاق: 2015/07/05

⁵¹ Martin Sewell, Op.cit. p 4.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

المعلومات المتاحة لهم، بعد نشر "إيجينيو فاما" لبحثه الشهير "كفاءة سوق رأس المال: استعراض للنظرية واختبار تجريبي" عام 1970، أصبح هذا البحث بمثابة الحجر الأساس النظري لفرضية كفاءة السوق⁵².

المطلب الثاني: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

تُفسر كفاءة سوق الأوراق المالية بطرق متعددة، لكنها تتلاقى جميعاً عند معنى واحد. إليك بعض أبرز هذه التعريفات: ووفقاً لمحمد أحمد عبد النبي، فإن السوق الكفاء هي تلك التي تتميز بخصائص رئيسية، تشمل:

التوازن المستمر: تتسم السوق الكفاء بحالة ديناميكية من التوازن، حيث يتم تعديل أسعار الأوراق المالية بشكل مستمر لتعكس قيمتها الحقيقية بدقة.

انعكاس القيمة الحقيقية: تُعتبر أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء مرآة لقيمتها الحقيقية، بمعنى أنها تعكس بدقة الأداء المالي للشركات والأصول المُدرجة.

حركة عشوائية: تتميز أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء بحركة عشوائية يصعب التنبؤ بها، وذلك نتيجة لتفاعل مختلف العوامل والتأثيرات على السوق.

عدم إمكانية التحكم: لا يمكن التحكم في حركة أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء من قبل أي طرف واحد، بل تخضع لتفاعل تلقائي بين قوى العرض والطلب.

بمعنى آخر، يُشير تعريف محمد أحمد عبد النبي إلى أن السوق الكفاء هي تلك التي تتمتع بآلية فعالة لضمان انعكاس القيمة الحقيقية للأوراق المالية، مع استحالة التنبؤ بحركتها أو التحكم بها بشكل مُسبق.

السوق المثالي، حسب تعريف يوجين فاما، هو سوق شفاف تماماً، بمعنى أن أسعار الأوراق المالية فيه تعكس جميع المعلومات المتاحة، دون استثناء، سواء كانت تلك المعلومات تاريخية أو توقعات مستقبلية.⁵³

يشير مفهوم "السوق كفاءة" الذي وضعه أرشد فؤاد التميمي إلى انعكاس المعلومات بشكل كامل

("Fully Reflect") في أسعار الأوراق المالية، ولتحقيق الفعالية المطلوبة، يجب توفر مجموعة من الخصائص الضرورية، والتي تشمل:

➤ **الديمومة:** تحدث هذه العملية بشكل دائم، أي بصفة مستمرة.

⁵² Idem.

⁵³ عبد النبي محمد أحمد الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى القاهرة زمزم ناشرون وموزعون، 2009، ص 41.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

- **السرعة:** تتفاعل المعلومات الجديدة مع السوق بسرعة.
- **عدم التحيز:** لا تخضع عملية انعكاس المعلومات لأي تحيزات.
- **السلوكيات وسرعة الاستجابة:** يتفاعل المشاركون في السوق بسرعة مع المعلومات الجديدة.
- **التحليل:** يقومون بتحليل هذه المعلومات.
- **توقعات السوق:** يعكسون تحليلهم في توقعاتهم.

وبالتالي صعوبة تحقيق عوائد غير عادية يصبح من الصعب على أي مشارك تحقيق عوائد تفوق توقعات السوق بشكل غير عادي⁵⁴.

تعريف السوق الكفاء **لفيليب جيليت** السوق الكفاء، حسب تعريف فيليب جيليت، هو السوق الذي تتواجد فيه جميع المعلومات المتاحة، سواء كانت عامة أو خاصة بكل أصل مالي، مُدمجة وبسرعة في سعر ذلك الأصل.⁵⁵

يُشدد **فيصل محمود الشاورة** على أن السوق الكفاء هو المعيار الحقيقي للقيمة. فبدون كفاءة السوق، لا يمكن ضمان تخصيص الموارد بشكلٍ أمثلٍ ففي ظلّ سوقٍ غير كفاء، قد تُستخدم الموارد في غير محلها، مما يؤدي إلى ضياعها أو هدرها، تشغيل عمليات البيع والشراء بكفاءة ففي سوقٍ غير كفاء، قد لا يحصل المستهلكون على أفضل السلع والخدمات بأسعارٍ عادلة. انتقال الأموال بشكلٍ عادل من مالكيها إلى من هم بحاجة إليها: ففي ظلّ سوقٍ غير كفاء، قد لا يحصل الفقراء على ما يكفيهم من الموارد، بينما قد يثري الأغنياء بشكلٍ غير مبرر. ببساطة، السوق الكفاء هو نظامٌ يُتيح تحقيق أفضل النتائج للجميع، من خلال تخصيص الموارد بشكلٍ عادل وكفاء، وضمان حصول الجميع على ما يحتاجونه من سلع وخدمات بأسعارٍ عادلة⁵⁶.

يؤكد **سولنيك وبرتران جاكولات** في كتابهما "بيريجنون" أنّ كفاءة السوق تتطلب انعكاس جميع المعلومات المتاحة له بشكل كامل على قيم الأصول المالية المُسعّرة داخله⁵⁷.

يؤكد كل من **محمد الحناوي** ونهال فريد مصطفى والسيد عبد الفتاح إسماعيل والسيد الصيفي على الأهمية الحاسمة لنظام المعلومات في ضمان كفاءة سوق الأوراق المالية. ووفقاً لتعريفهم، تُعدّ السوق كفؤة عندما تعكس

⁵⁴ التميمي أرشد فؤاد الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات عمان دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2010، ص 38

⁵⁵ Fama, Eugene, "Efficient Capital Market Review of Theory and Empirical Work", The Journal of Finance, N° 2, 1970, p383.

⁵⁶ الشاورة فيصل محمود مرجع سبق ذكره، ص 49

⁵⁷ "Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Pérignon, Marchés financiers -Gestion de portefeuille et des risques, 6° édition, (Paris: Dunod, 2014), P 63.5

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة بشكل شامل ودقيق، كما لو كان كل مستثمر على علم تام بهذا النظام. بمعنى آخر، تركز هذه النظرة على مدى استجابة الأسعار للمعلومات المتاحة بدلاً من التركيز على آراء أو معتقدات المستثمرين أو المحللين الماليين⁵⁸.

السوق الكفاء، كما عرفه مثنى عبد الإله ناصر، يتميز بقدرته على عكس توقعات المستثمرين لمستقبل الأرباح والمخاطر المصاحبة لها في أسعار الأسهم. ومع ذلك، لا يعني توافر المعلومات للجميع أن تكون تقديراتهم متطابقة تمامًا، فقد يعتمد المستثمرون المبتدئون على أسعار بعيدة عن قيمتها الحقيقية عند اتخاذ قراراتهم، بينما يدفع المستثمرون المحترفون أو ذوو الخبرة بأسعار الأسهم نحو قيمتها الحقيقية. ولكن، لا تكمن كفاءة السوق في ذلك فقط، بل في ثقة كل مستثمر بصحة تقديراته وعدم مبالغتها⁵⁹.

بناءً على التعريفات المقدمة، يُمكن وصف السوق الكفاء بأنه بيئة تتفاعل فيها الأسعار بشكل تلقائي مع أي معلومات جديدة، مما يضمن أن القيم السوقية للأدوات المالية تُعكس قيمتها الحقيقية بدقة. نتيجة لذلك، يُتيح السوق الكفاء فرص استثمار عادلة ومتساوية لجميع المستثمرين، ويُحارب احتكار فئة قليلة منهم للعوائد الرأسمالية.

يتمتع السوق الكفاء بقدرة فريدة على استيعاب جميع المعلومات الجديدة فور وصولها، وفهمها بدقة، ثم ترجمتها إلى تحركات سعرية تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية. بمعنى آخر، تُصبح أسعار الأوراق المالية في هذا السوق مرآة صادقة تعكس التدفق المستمر للمعلومات الجديدة، والتي تتميز بطبيعتها بعشوائيتها وعدم قابليتها للتنبؤ. ولذلك، لا يمكن التكهن مسبقاً بتأثير هذه المعلومات على الأسعار، سواء بالارتفاع أو الانخفاض. فكما تصل المعلومات إلى السوق بشكل عشوائي، ينعكس تأثيرها على الأسعار بنفس العشوائية. ولكن، لا تتبع هذه العشوائية من قوى الطبيعة، بل من سعي جميع المشاركين في السوق لتحقيق الأرباح من خلال استخدام المعلومات المتاحة لديهم. فمئات، بل آلاف المستثمرين يسعون جاهدين لاغتنام الفرص المتاحة، مما يُحبط أي محاولة من قبل أي شخص لتحقيق أرباح استثنائية على حساب الآخرين⁶⁰.

ويُظهر سوق الأوراق المالية تناقضاً بين كفاءة وفعالية أدائه، السوق المالية الكفوة هي تلك التي تتمتع بمرونة عالية تسمح بتفاعل سريع لأسعار الأوراق المالية مع أي تغيرات تطرأ على نتائج تحليل البيانات والمعلومات

⁵⁸ الحناوي محمد وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الإسكندرية المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 83.

⁵⁹ مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية- تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس 11/12/2005، ص 4.

⁶⁰ سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس، الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2008، ص 36.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

المتدفقة إلى السوق. ينتج عن ذلك التوازن بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية، مما يجعلها سعراً عادلاً (Fair Value) يعكس بدقة القيمة الجوهرية (Intrinsic Value) للشركة، ويُتيح عائداً كافياً لتعويض المستثمرين عن المخاطر المُحتملة للاستثمار في الأسهم،⁶¹ بناءً على مجموعة من المعايير الأساسية للكفاءة، والتي تشترط: يشهد السوق تنافساً حاداً بين جميع المشاركين فيه، تتيح إمكانية الوصول إلى بيانات ومعلومات مالية وغير مالية دقيقة حول الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق، نشر هذه المعلومات على نطاق واسع وبأقل تكلفة ممكنة لجميع عملاء السوق في آن واحد.⁶² تُشير فعالية السوق، أو كفاءتها، إلى قدرة السوق المالية على تخصيص الموارد بكفاءة ودعم الاستقرار الاقتصادي والمساهمة في النمو الاقتصادي، ومن أجل أن يعمل السوق بشكل فعال⁶³.

خلاصة القول السوق لا يصل إلى ذروة كفاءته إلا بوجود مستثمرين يرون ثغرات في السوق. يدفعهم هذا الاعتقاد إلى البحث عن معلومات وتحليلها بعمق، سعياً وراء تحقيق أرباح استثنائية. ينتج عن ذلك تقلبات سريعة في قيمة الأسهم حتى تستقر عند قيمتها الحقيقية، فتتحقق بذلك كفاءة السوق المنشودة.⁶⁴

المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية الأنواع والمستويات

تُصنف كفاءة سوق الأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع رئيسية، تميز كل منها مستوى مختلفاً من كفاءة السوق في معالجة المعلومات وسرعة انعكاسها على أسعار الأوراق المالية:

الكفاءة الكاملة: يتمثل مفهوم الكفاءة الكاملة في قدرته على تعديل أسعار الأوراق المالية بشكل آني تتماشياً مع المعلومات الجديدة التي تصله. بمعنى آخر، لا يوجد أي تأخير بين تحليل هذه المعلومات و تحديد السعر العادل أو التوازني لكل ورقة مالية⁶⁵، لا يمكن أن توجد دون توفر الشروط الآتية:

❖ تعزيز الشفافية في السوق من خلال توفير المعلومات للجميع على الفور وبشكل مجاني.

⁶¹ الجنابي نبيل مهدي كفاءة سوق العراق للأوراق المالية والسياسة النقدية : دراسة قياسية للمدة (2006-2012) ، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 15 ، العدد : 03 ، 2013، ص 133

⁶² مسعداوي يوسف، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 42، 2014، ص 123.

⁶³ البروراي شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، الطبعة 01 ، دمشق: دار الفكر، 2002، ص 42.

⁶⁴ مسعداوي يوسف مرجع سبق ذكره، ص 124

⁶⁵ حنفي عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، ص 185.

❖ التمتع بحرية تامة في شراء وبيع الأسهم بكميات ترغب بها دون أي قيود أو شروط، ودون تكبد أي تكاليف معاملات أو ضرائب إضافية.

❖ يعتبر تنوع المستثمرين أمراً مهماً لضمان استقرار السوق. عندما يكون هناك عدد كبير من المستثمرين في السوق، يكون السعر أقل عرضة للتأثر بتصرفات أي فرد منهم.

❖ يُظهر المستثمرون الرشد من خلال سعيهم الدؤوب لتحقيق أكبر عائد ممكن من ثروتهم⁶⁶.

عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية: تحليل نقدي لا ينعكس الواقع على أرض الواقع مبدأ الكفاءة الكاملة في بورصات الأوراق المالية، بل هي أشبه بحالة مثالية يصعب تحقيقها. وتعود أوجه عدم الكفاءة هذه إلى جملة من العوامل، على رأسها:

تكاليف وضرائب: تُنقل كاهل المستثمرين وتُعيق انسيابية عمليات الاستثمار، مما يؤدي إلى تأجيلها أو تعطيلها أحياناً.

المعلومات الداخلية: يتمتع "المتداولون الداخليون" بوصول مبكر إلى معلومات حيوية قبل باقي المتعاملين، مما يُتيح لهم اتخاذ قرارات استثمارية مُدرة للأرباح على حساب بقية المستثمرين.

الاحتكار المعلوماتي: تُهيمن بعض المؤسسات المالية على مصادر المعلومات، مما يُتيح لها تحليلها واتخاذ قرارات استثمارية مُسبقة تُدر عليها أرباحاً استثنائية.

وتُشكل هذه العوامل مجتمعة خللاً في مبدأ كفاءة السوق، مما يُعيق تحقيق العدالة والمساواة بين جميع المتعاملين⁶⁷. وبناءً على ذلك، يمكن القول أن أسواق الأوراق المالية تعاني من ثغرات تُعيق تحقيق الكفاءة الكاملة، مما يتطلب اتخاذ خطوات جادة لضمان شفافية المعلومات وتكافؤ الفرص بين جميع المستثمرين، يسعى المستثمرون، سعياً وراء الحكمة والموضوعية، إلى الاستفادة من تحليلات مالية مُتخصصة يقدمها خبراء مؤهلون. يُجسد هذا السلوك، المُحفز برغبة في تحقيق أقصى عائد ممكن، مفهوم ** "الكفاءة الاقتصادية" لسوق الأوراق المالية. ويُعد هذا المفهوم واقعياً نسبياً، قابلاً للتطبيق على أرض الواقع، مع الأخذ بعين الاعتبار العوامل المُتغيرة التي تُحيط بالسوق.

الكفاءة الاقتصادية: ببساطة تعني أنه يوجد تأخير بين حصول المستثمرين على معلومات جديدة وتأثيرها على أسعار الأسهم بتعبير آخر، قد لا تعكس أسعار الأسهم القيمة الحقيقية للشركة على الفور، بل قد تستغرق

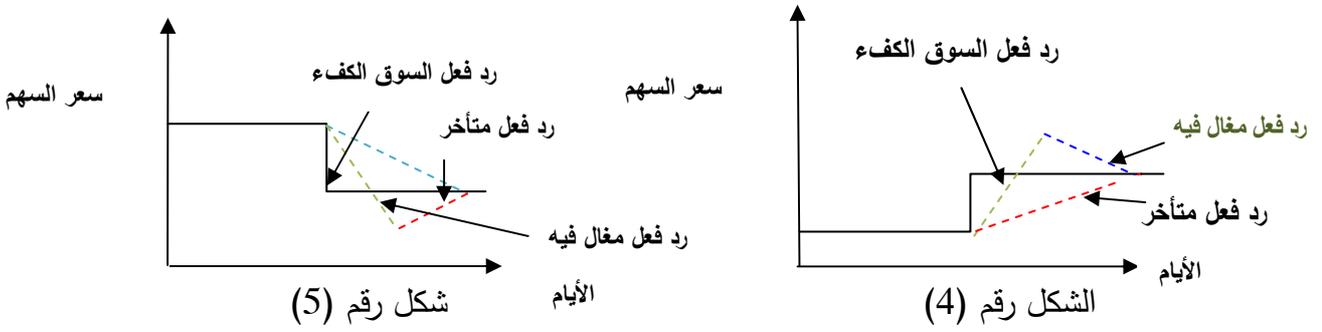
⁶⁶ خضر حسان، تحليل الأسواق المالية سلسلة جسر التنمية العدد 27، السنة الثالثة الكويت المعهد العربي للتخطيط 2004، ص 9.

⁶⁷ رجراج احمد، مرجع سبق ذكره، ص 39.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

بعض الوقت لتتكيف مع المعلومات الجديدة.⁶⁸ وبالتالي، قد تكون قيمة السهم السوقية أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة زمنية محددة.

مع الأخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات والضرائب ونفقات الاستثمار الأخرى، يصبح تحقيق عائدات استثنائية من خلال استغلال "الفروق السعرية" (الفرق بين القيمتين) تحديًا كبيرًا للمستثمرين، خاصة على المدى الطويل،⁶⁹ وذلك على الرغم من وجود هذه الفروق.



رد فعل السوق بعد وصول معلومة محبطة

رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة

حيث يبين الشكل (أ) أنه في حال تلقي السوق معلومات جديدة إيجابية حول أداء شركة ما، يُتوقع أن يتفاعل سعر السهم بشكل مباشر وفوري من خلال الارتفاع. سيؤدي ذلك بمرور الوقت إلى تقارب القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، مما يُساهم في تحقيق كفاءة عالية للسوق.

أما الشكل (ب) عندما تصل معلومات سلبية إلى السوق، يتفاعل معها سعر السهم بشكل سلبي، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية للشركة. ومع ذلك، قد لا يتفاعل السوق مع هذه المعلومات على

⁶⁸ الموسمي ضياء مجيد البورصات وأسواق المال وأدواتها، الإسكندرية مؤسسة شباب الجامعة، 2005، ص 10.

⁶⁹ عبد النبي محمد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 46.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

الفور، بل قد يستغرق الأمر بعض الوقت حتى يتم استيعابها بشكل كامل. خلال هذه الفترة، تبقى أسعار الأسهم غير دقيقة، مما قد يُسبب خسائر للمستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بناءً على معلومات قديمة.

يُعتبر هذا السلوك مؤشرًا على عدم كفاءة السوق، حيث لا تعكس أسعار الأسهم بشكل سريع ودقيق القيمة الحقيقية للشركات. في المثال المذكور، يُشير استغراق ثمانية أيام لتعديل السعر إلى السعر الحقيقي إلى وجود ثغرة زمنية بين وصول المعلومات السلبية ورد فعل السوق عليها⁷⁰. وبالتالي تنقسم كفاءة سوق الأوراق المالية إلى نوعين رئيسيين:

الكفاءة التامة: وهي مفهوم نظري يفترض انعكاس جميع المعلومات الجديدة على أسعار الأوراق المالية بشكل فوري ودقيق، بحيث تصبح الأسعار عادلة تمامًا وتعكس القيمة الحقيقية للأصول.

الكفاءة الاقتصادية: وهي مفهوم واقعي أكثر، يأخذ بعين الاعتبار وجود بعض الاحتكاكات في السوق مثل تكاليف المعاملات ونقص المعلومات، مما يؤدي إلى وجود فجوة زمنية بين وصول المعلومات الجديدة وانعكاسها على الأسعار.

يؤثر حجم هذه الفجوة الزمنية على مدى انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية للأوراق المالية. كلما كانت الفجوة أقصر، كلما كانت السوق أكثر كفاءة، حيث تتاح للمستثمرين فرص أقل لتحقيق أرباح غير عادية من خلال استغلال المعلومات الجديدة قبل وصولها إلى بقية السوق. وعليه، تسعى الأسواق المالية دائمًا إلى تقليص هذه الفجوة الزمنية لزيادة كفاءتها وجذب المزيد من المستثمرين. ويتم ذلك من خلال تحسين أنظمة المعلومات، وتقليل تكاليف المعاملات، وتعزيز الشفافية في السوق.

يتطلب تحقيق الكفاءة الاقتصادية الفعلية توافر شروط أساسية في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى آليات تضمن استدامة هذا المستوى من الكفاءة.

⁷⁰ صالح مفتاح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 183.

المبحث الثاني: تحليل أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية

المطلب الاول: أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية

في السوق الكفاء، يتم توزيع الموارد بشكلٍ عادلٍ وفعالٍ، بحيث تضمن حصول كلِّ مجالٍ على ما يحتاجه من تلك الموارد لتحقيق أقصى ربحٍ ممكن، مفهوم الكفاءة ينطوي على أداء وظيفتين متميزتين: رئيسية مباشرة وأخرى غير مباشرة.

الدور المباشر: يُعدّ مفهومًا هامًا في تقييم الأسهم، حيث يعكس العلاقة بين القيمة الحالية للسهم والتوقعات المستقبلية لأرباح الشركة. فالمستثمرون، عند شراء أسهم شركة ما، إنما يبنون قرارهم على توقعاتهم لتدفقات نقدية مستقبلية إيجابية من تلك الشركة، وتلعب فرص النمو دورًا هامًا في تحديد قيمة السهم، فكلما زادت فرص نمو الشركة، كلما ارتفع احتمال قيامها بإصدار أسهم جديدة بأسعار مرتفعة، يؤدي ذلك إلى زيادة رأس المال وتحسين كفاءة استخدام رأس المال، مما ينعكس إيجابًا على قيمة السهم. ويمكن تحليل "الدور المباشر" باستخدام مختلف نماذج التقييم، مثل نموذج الخصم النقدي، الذي يأخذ بعين الاعتبار التوقعات المستقبلية للأرباح وتكلفة رأس المال لتحديد القيمة العادلة للسهم.

الدور غير المباشر لأشكال كفاءة سوق الأوراق المالية: يشهد ازدياد إقبال المستثمرين على أسهم المنشأة دلالة قوية على متانتها المالية واستقرارها الاقتصادي. هذا الأمر يُعزّز ثقة المقرضين في قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها، مما يُتيح لها الحصول على تمويل إضافي بسهولة أكبر بشروط مُيسرة وفوائد مقبولة⁷¹.

يُعد السوق كفاءةً عندما يُقدم صورة صحيحة للقيمة الحقيقية للأصول، وذلك بفضل آلية فعالة لتدفق المعلومات وغياب أي تدخلات خارجية، مما يضمن سير العمليات بسلاسة وفعالية.

يُعرّف السوق الكفؤ بأنه السوق الذي يُحقّق توازنًا بين العرض والطلب على الأصول المالية، مما يُؤدّي إلى تسعيرها بشكلٍ عادل يعكس قيمتها الحقيقية، ويُتيح تخصيص الموارد المالية بفعالية، تُشير كفاءة الأسواق المالية إلى قدرتها على عكس جميع المعلومات المتاحة بشكلٍ صحيح في أسعار الأوراق المالية. وتشمل ثلاثة جوانب رئيسية⁷²:

⁷¹ الرزين عبد الله بن محمد الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، المملكة الأردنية الهاشمية عمان 16-18/03/1426هـ، ص 9.

⁷² المصدر: بالاعتماد على مركز البحوث والدراسات استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودوره في دعم الاقتصاد الوطني، ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر الجمعية الاقتصادية السعودية: "السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول"، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض 8 ص 1426هـ،

كفاءة تخصيص الموارد: يُتيح السوق تخصيصاً أمثل للموارد، من خلال توجيهها نحو الأنشطة ذات القيمة المضافة العالية.

كفاءة التشغيل: كفاءة السوق في تحقيق التوازن بين العرض والطلب مع رسوم سمسرة منخفضة.

كفاءة التسعير: ضمان وصول المعلومات الحديثة بشكل متزامن لجميع المتعاملين في السوق، دون أي تأخير زمني، مع الحرص على مبدأ تكافؤ فرص الحصول على المعلومات.

العلاقة الترابطية بين أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية: تتميز أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية بارتباطها العضوي وتكاملها، حيث لا يمكن تحقيق شكل من أشكالها بمعزل عن باقي الأشكال. فعلى سبيل المثال، يتطلب تحقيق كفاءة التسعير - أي قدرة الأسعار على عكس القيمة الحقيقية للأصول - وجود كفاءة التشغيل، والتي تتمثل في خفض تكاليف الحصول على المعلومات وإبرام الصفقات إلى أدنى حد ممكن. وبالمثل، لا يمكن تحقيق كفاءة التخصيص - أي توزيع الموارد المالية بشكل أمثل - إلا إذا تم تقييم الأصول المتداولة بشكل عادل. ويرتبط ذلك بتوفر المعلومات لجميع المتعاملين بشكل متساوٍ وبأقل تكلفة، بالإضافة إلى خفض تكاليف المعاملات.

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتطلب تكاملاً بين مختلف أشكالها، فلا يمكن تحقيق كفاءة التسعير (انعكاس القيمة الحقيقية للأوراق المالية في أسعارها) دون كفاءة التشغيل (انخفاض تكاليف الحصول على المعلومات وإبرام الصفقات). وبالمثل، لا يمكن تحقيق توزيع أمثل للموارد المالية إلا بتقييم عادل للأصول المتداولة (انعكاس القيمة الحقيقية للأصل في سعره). ويشترط ذلك توفر المعلومات لجميع المتعاملين بشكل عادل وبأقل تكلفة ممكنة، مع خفض تكاليف إبرام الصفقات إلى أدنى حد⁷³.

المطلب الثاني: عوامل تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً هاماً في دفع عجلة التنمية الاقتصادية من خلال تخصيص الموارد بكفاءة، مما يساهم في رفع معدلات النمو. إن تحقيق هذا الدور يتطلب ترسيخ مبادئ الكفاءة في جميع مفاصل السوق، بدءاً من آليات التسعير وصولاً إلى العمليات التشغيلية، يشترط لكي يتمتع السوق بقدر من الكفاءة، تواجد عنصرين أساسيين: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. وبالإضافة إلى هذين العنصرين، هناك مجموعة من المقومات التي اتفق عليها أغلب الاقتصاديين على ضرورتها، يمكن ايضاحها وفق ما يلي:

⁷³ بورقية شوقي، دور نظرية الإشارة في رفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010، ص 139.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

دقة وسرعة الوصول إلى المعلومات: مفتاح تقييم الفرص الاستثمارية في السوق المالي يُشكل السوق المالي بيئة غنية بالمعلومات التي تُمكن المتعاملين من اتخاذ قرارات استثمارية حكيمة، وتكمن أهمية هذه المعلومات في دقتها وسرعة وصولها، سواء تعلق بمسئوى أداء الشركات المسجلة في السوق (المسئوى الجزئى) أو بمسئوى أداء القطاعات الاقتصادية (المسئوى الكلى) والأوضاع الاقتصادية المحلية والدولية، يُتيح الوصول إلى معلومات دقيقة وفي الوقت المناسب للمتعاملين إمكانية تقييم الأصول المالية بشكل فعال⁷⁴، مما يُساعدهم على: لُتُعب المعلومات دورها المحوري في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، لا بد من توافر الشروط التالية:

❖ توافر نظام اتصالات مُنظم وذو كفاءة عالية يضمن حصول جميع المستثمرين على معلومات كاملة وشاملة عن الظروف المالية للقطاعات والشركات المصدرة للأوراق المالية.

❖ أن تستجيب أسعار الأوراق المالية بشكل آني للمعلومات المتدفقة في السوق، حيث تعمل آليات السوق على تعديلها بدقة وسرعة لتتوافق مع تلك المعلومات. وبفضل شبكات الاتصالات الفعالة، تُصبح سرعة التكيف هذه مؤشراً رئيسياً لتمييز المؤسسات الناجحة عن غيرها.

بالإضافة إلى الشروط المذكورة أعلاه، من المهم أيضاً وجود بنية تحتية فعالة لسوق الأوراق المالية تسمح بانتشار المعلومات بسرعة وكفاءة، نظام اتصالات مُحكم وشامل يُتيح لجميع المُشاركين في السوق النفاذ إلى معلومات شاملة ومُحدثة حول الأداء المالي للقطاعات والشركات المصدرة للأوراق المالية.

تُشكل آليات السوق ديناميكية حيوية تُحدد أسعار الأوراق المالية، وتتمتع بقدرة فائقة على التكيف مع تدفق المعلومات الجديدة بسرعة وكفاءة. وتُشكل شبكة الاتصالات المُنظمة والفعالة عنصراً جوهرياً في هذه الديناميكية، حيث تُتيح نقل المعلومات بدقة وسرعة فائقة. وبالتالي، تُصبح آليات السوق بمثابة البوصلة التي تُرشد المستثمرين نحو الأوراق المالية ذات القيمة الحقيقية، مما يُساعدهم على تمييز الشركات المُزدهرة عن تلك ذات الأداء المُتواضع.

رشادة وعقلانية سلوك المستثمر: لضمان كفاءة سوق الأوراق المالية، يجب أن يتسم سلوك المستثمرين بالعقلانية. ويسعى المستثمرون عادةً إلى تحقيق أقصى قدر من الربح، مما يدفعهم إلى إدارة محافظهم الاستثمارية بطريقة تُحسن العائد وتُقلل من المخاطر.

• مقارنة العائدات الصافية (بعد خصم الضرائب) من الأرباح وتوزيعات الأرباح الرأسمالية، مع تقييم جدوى استخدام استراتيجية توزيعات الأرباح المنخفضة كوسيلة لتقليل الالتزامات الضريبية.

⁷⁴ الهندي منير إبراهيم أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مصر منشأة المعارف، 1999، ص 411.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

• التقييم الدقيق لجميع الفرص الاستثمارية المتاحة، واختيار مزيج مثالي يتناسب مع احتياجاتك، مع الحذر من الشائعات غير المؤثوقة.

السلوك الرشيد للمستثمرين يُساهم في تعزيز كفاءة سوق رأس المال من خلال:

❖ من خلال معالجة وتحليل البيانات المتاحة، يتم تصميم محفظة استثمارية تُعظم العائدات وتُقلل من المخاطر بشكل فعال.

❖ اختيار الأوراق المالية التي تُعرف بتداولها المتكرر مع السندات الصادرة عن مؤسسات موثوقة⁷⁵.

❖ السلوك الرشيد يُعزز آلية الاكتشاف في السوق، مما يسمح بتصحيح الأسعار الخاطئة بشكل سريع.

❖ يُساهم السلوك الرشيد في تقليل التقلبات في السوق وخلق بيئة استثمارية أكثر استقرارًا.

❖ يُشجع السلوك الرشيد على الاستثمار طويل الأجل بدلاً من المضاربات قصيرة الأجل، مما يُحفز النمو الاقتصادي المستدام.

❖ يُقارن المستثمرون بين عائدات الأسهم وأرباح رأس المال بناءً على صافي الربح بعد الضرائب. وبالتالي، قد يميلون إلى تفضيل المؤسسات التي تُوزع أرباحًا قليلة نسبيًا إذا كانت معدلات الضرائب مرتفعة.

❖ التحليل الدقيق للبدائل الاستثمارية لاختيار أفضلها وتجنب الانجراف وراء الشائعات.

من المهم ملاحظة أن السلوك الرشيد للمستثمرين هو مفهوم مثالي، ولا يتحقق دائمًا بشكل كامل في الواقع. ومع ذلك، فإنّ سعي المستثمرين إلى اتخاذ قرارات استثمارية مُستنيرة وتجنب الانحيازات السلوكية يُساهم بشكل كبير في تعزيز كفاءة سوق رأس المال وتحقيق فوائده للمجتمع ككل.

السيولة: السوق يتمتع ب سيولة عالية عندما تكون الأصول المالية المتداولة فيه، مثل الأسهم والسندات، قابلة للبيع بشكل مباشر داخل السوق دون أي تأثير يذكر على حركة الأسعار أو خسارة كبيرة في القيمة السوقية. وذلك بفضل تواجد مستثمرين راغبين في شراء وبيع هذه الأصول مع إمكانية تنفيذ الصفقات اللاحقة بنفس السعر الذي تم التداول به سابقًا، دون أي خصم أو علاوة. وهذا ما يُعرف بسهولة التداول، وتلعب السيولة

⁷⁵ صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2005/2006، ص 262.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

دورًا هامًا في كفاءة السوق من خلال زيادة حجم التداول وتوفير القدرة للمستثمرين على بيع وشراء الأسهم بسرعة وبأقل تكلفة، مما يعزز ثقتهم في توقعاتهم المستقبلية لأسعار الأسهم⁷⁶.

وبشكل مبسط، يمكن القول أن سوقًا يتمتع بسيولة عالية هو سوق يتميز بسهولة بيع وشراء الأصول المالية دون أي صعوبات أو تكاليف كبيرة. وهذا الأمر يُشجع المستثمرين على المشاركة في السوق بشكل أكبر، مما يساهم في زيادة كفاءته وفعاليتته. بفضل السيولة، تتسع فرص الاستثمار أمام المستثمرين، مما يُتيح لهم حرية الاختيار بين مختلف الخيارات وتوزيع مواردهم بكفاءة. ينعكس ذلك على انتظام حركة الأسعار واستقرار السوق، مما يعزز كفاءتها بشكل عام، تُضفي السيولة على السوق الخصائص التالية:

استمرارية السعر: تُعد استمرارية السعر عنصرًا أساسيًا لضمان سيولة السوق، وتعني ذلك ثبات أسعار الأوراق المالية وعدم تقلبها بشكل كبير بين كل صفقة وأخرى. بعبارة أخرى، يُفترض أن تبقى الأسعار مستقرة طالما لم تظهر معلومات جديدة ذات تأثير جوهري على قيمة الورقة المالية.

عمق السوق: يُعد عمق السوق بمثابة صمام أمان يحافظ على استقرار الأسعار. فعند حدوث أي اختلال طفيف في التوازن بين العرض والطلب، يتدخل هؤلاء المتداولون المحتملون فورًا لإعادة التوازن إلى السوق، تتميز الأسواق المالية الفعالة بوجود عمق كافٍ، مما يعني تواجد عدد كبير من البائعين و المشتريين المستعدين للتداول بنشاط. يتميز هؤلاء المشاركون في السوق بقدرتهم على التعامل مع أوراق مالية بأسعار أعلى و أدنى من السعر الحالي للسوق.

السوق المالي الشامل: هو السوق الذي ينتج عن أوامر العرض والطلب فيه حجم تداول كبير، وعبارة أخرى، كلما زاد عدد المتعاملين (البائعين والمشتريين) في السوق، كلما زاد حجم التداول، وكلما اعتُبر السوق أكثر شمولية.

المطلب الثالث: حيوية السوق خصائصها وأهميتها

تُعدّ الأسواق المالية حيوية عندما يكون الفرق بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقًا. في هذه الحالة، تتمّ عمليات البيع والشراء بسرعة، وعند حدوث أيّ اختلال، يتغيّر السعر بسرعة ليعود إلى التوازن استجابةً لزيادة أوامر البيع والشراء، ويتميز السوق الحيوي أيضًا بحجم تداول كبير، وتلعب وسائل الاتصال السريعة والرخيصة

⁷⁶ على جبران عبد علي على نوري اعبيد، تأثير السيولة على أداء محافظ الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 17، العدد: 03، 2015، ص 63.

دورًا هامًا وضروريًا في حيوية السوق⁷⁷، حيث تُتيح للمتداولين الوصول إلى المعلومات والتفاعل مع السوق بفعالية.

أهمية السوق الحيوي:

- **يُوفّر سيولة عالية:** يُتيح السوق الحيوي للمتداولين بيع وشراء الأصول بسهولة دون صعوبة.
- **يُقلّل من مخاطر السوق:** تُؤدّي سرعة تغيير الأسعار في السوق الحيوي إلى تقليل مخاطر السوق للمتداولين.
- **يُجذب المستثمرين:** يُشجّع السوق الحيوي المستثمرين على المشاركة في السوق، ممّا يُؤدّي إلى زيادة حجم التداول ونموّ السوق.
- **يُحسّن من كفاءة السوق:** يُؤدّي توافر المعلومات والتفاعل السريع بين المتداولين إلى تحسين كفاءة السوق وتحديد الأسعار بشكل عادل.

تكلفة المعاملات: تلعب تكلفة المعاملات دورًا هامًا في تحديد كفاءة السوق. فكلما انخفضت هذه التكاليف، زادت كفاءة السوق، مما يسمح للمستثمرين بتحقيق أرباح صافية أكبر عند بيعهم للأوراق المالية التي يمتلكونها، وتشمل تكلفة المعاملات مختلف الرسوم والنفقات المرتبطة بالتداول، مثل عمولات السمسرة، والضرائب على الأرباح، وتكاليف البحث، ونفقات التسوية. وعندما تكون تكاليف المعاملات مرتفعة، تصبح عمليات التداول أكثر تكلفة، مما قد يثني المستثمرين عن إجراء معاملات متكررة. وبالتالي، تُعدّ تكلفة المعاملات معيارًا هامًا لكفاءة السوق. فكلما انخفضت هذه التكاليف، زاد حافز المستثمرين للمشاركة في السوق بشكل فعال، مما يؤدي إلى تحسين تخصيص الموارد وزيادة سيولة السوق. على العكس من ذلك، فإن ارتفاع تكاليف المعاملات قد يُعيق مشاركة المستثمرين، ويُقلّل من كفاءة السوق بشكل عام، يُعزّز انخفاض تكلفة المعاملات في رفع كفاءة السوق من خلال تحقيق ما يلي:

- **هدف إلى إيجاد نقطة التوازن المثالية بين العرض والطلب، مع مراعاة مصالح جميع الأطراف، من خلال خفض تكاليف السمسرة على المتعاملين، ومنع تجار الأوراق المالية المتخصصين وصناع السوق من تحقيق أرباح فائضة.**
- **توفير خدمة تبادل القيم على مدار الساعة وطوال أيام الأسبوع مع إنجاز جميع العمليات في غضون دقائق قليلة.**

⁷⁷ بكيجل عبد القادر، عيادي عبد القادر، اثر جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية، دفاتر البحوث العلمية، العدد 03.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

- إزالة جميع المعوقات التي تحول دون سيولة تداول الأوراق المالية، سواء كانت إجرائية أو تقنية، مع ضمان إمكانية تقسيم جميع الأوراق المالية المتداولة دون أي قيود⁷⁸.
- عدالة السوق:** هي بمعنى ضمان حصول جميع الشركات على المعلومات الضرورية لعملها بشكل سريع وامتزامن.
- عند اختلال التوازن بين العرض والطلب على نوع معين من الأوراق المالية بسبب تراكم أوامر البيع أو الشراء الضخمة، تتدخل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لوقف التداول مؤقتاً على هذا النوع، تهدف هذه الخطوة إلى ضمان فرص متساوية لجميع المتداولين للمشاركة في عملية التداول، مما يعيد التوازن بين العرض والطلب.
- الهدف من هذه الإجراءات هو خلق بيئة تداول عادلة في السوق المالي، حيث يتمتع جميع المستثمرين بفرصة متساوية للمشاركة في عمليات البيع والشراء. وبذلك، يتم منع احتكار التداول من قبل أي مستثمر أو جهة معينة، مما يسهم في استقرار السوق ويقلل من مخاطر حدوث هزات كبيرة.⁷⁹
- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين:** يجب أن يتوفر في السوق نظام حماية فعال يُحاسب المخالفين ويُعوّض المتضررين. ويشمل ذلك حماية المتعاملين من مخاطر الاحتيال والتلاعب بالسوق والتعامل مع سماسة غير مرخصين، بالإضافة إلى حمايتهم من مخاطر إفلاس السماسرة الذين قد يحتفظون بأوراقهم المالية.
- من أجل تعزيز الأمان والانضباط بين المتعاملين، من الضروري اتباع الخطوات التالية:
- تحقيق المساواة في المنافسة بين جميع المشاركين عبر إشراك عدد أكبر من المستثمرين.
 - لا توجد ممارسات غير عادلة أو احتكارية تؤثر على الأسعار.
 - تيسير تدفق رؤوس الأموال لتنمية الفرص الاستثمارية.
 - سنّ تشريعات لحماية حقوق المستثمرين، مع الأخذ بعين الاعتبار احتياجات صغار المستثمرين.
- تشديد المتابعة من قبل المساهمين على أداء الإدارة لضمان تحقيقها عوائد مرضية، مع منع استمرار إدارات غير فعالة في مواقعها⁸⁰.

⁷⁸ المركز الجامعي تيبازة 2013، ص ص 104 105 دربال أمينة محمد ، بوزيان محمد عبد القادر، اختبار الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية الخليجية

بطريقة التكامل المتزامن"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز الاقتصاد والإدارة، المجلد 26 العدد 01، 2012، ص ص 313-314.

⁷⁹ لطرش سميرة العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد أن العدد 32، 2009، ص 217.

⁸⁰ صباطوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 263.

وجود هيكل مؤسسي تنظيمي وتشريعي: يتميز الإطار التشريعي والتنظيمي بمرونة استثنائية، مما يجعله قادرًا على التكيف مع التطورات المتسارعة في القطاعين المالي والاقتصادي، خصوصًا فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية، وبفضل هذه المرونة، يتم ضمان حماية المستثمرين من أي ممارسات غير أخلاقية أو استغلالية قد يمارسها أي طرف، سواء كان متعاملًا أو وسيطًا. ونتيجة لذلك، يُرسخ هذا الإطار قواعد العدالة والشفافية في عمليات التداول بالسوق، مما يُعزز الثقة ويُحفز على الاستثمار⁸¹.

تعتمد مؤسسة التمويل الدولية على مجموعة من المؤشرات لقياس مدى فعالية الهيكل المؤسسي والتنظيمي، وتشمل هذه المؤشرات:

مدى نشر المعلومات: تُعدّ القوانين التي تُلزم الشركات بالإفصاح عن المعلومات المهمة المتعلقة بها عنصرًا أساسيًا لضمان ملائمة الهيكل التشريعي والتنظيمي. فعندما تكون عملية الإفصاح شاملة وفعالة، تُصبح الأسواق المالية أكثر كفاءة.

المعايير المحاسبية: مع ازدياد تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق المالية، برزت الحاجة الملحة لتوحيد معايير قياس الأداء المالي للشركات. ولذلك، تمّ فرض معايير المحاسبة الدولية على الشركات من خلال سنّ القوانين والتشريعات المالية. كلما ازدادت صرامة هذه القوانين، ارتفع مستوى كفاءة السوق المالي بشكل ملحوظ.

قوانين حماية المستثمر: تُساهم قوانين السوق المالي الفعالة في حماية المستثمرين، مما يُعزز كفاءة السوق على المدى الطويل.

العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل الرساميل: تُعدّ سهولة دخول وخروج المستثمرين الأجانب وتحويل رؤوس الأموال من وإلى السوق المالي من أهم العوامل التي تُؤثر على كفاءته. فعندما تكون هذه القيود قليلة، يُصبح السوق أكثر انفتاحًا على جميع المتعاملين والمستثمرين، بغض النظر عن جنسيتهم أو موطنهم⁸².

يُؤدّي ذلك إلى زيادة التنافسية في السوق، مما يُحفز على خفض الأسعار وتحسين جودة الخدمات المُقدّمة. بالإضافة إلى ذلك، يُتيح انخفاض القيود للمستثمرين تنويع استثماراتهم عبر أسواق مختلفة، مما يُقلّل من المخاطر ويُحسّن من العائدات. بشكل عام، تُؤدّي سهولة دخول وخروج المستثمرين الأجانب وتحويل رؤوس الأموال إلى زيادة كفاءة السوق المالي، مما يُفيد جميع المتعاملين والمستثمرين، الهدف الأسمى لإدارة السوق هو بلورة سوق فعّال يُتيح للمتداولين بيئة غنية بالمعلومات تتميز بالدقة والشفافية والسرعة، مع ضمان أدنى

⁸¹ بكيجل عبد القادر عبادي عبد القادر مرجع سبق ذكره، ص 105.

⁸² بورقبة شوقي، مرجع سبق ذكره، ص ص 141 142.

التكاليف، من خلال تحقيق ذلك، نُحَفِّز الاستثمار في سوق الأوراق المالية ونُجذب مستثمرين جددًا، ويتميز السوق الفعّال بآليتي تسعير وتشغيل كفّوتين، ممّا يُؤدّي إلى توزيعٍ وتخصيصٍ أمثل للموارد نحو الاستثمارات.

المبحث الثالث: أهمية كفاءة سوق الأوراق المالية وعوائق تحققها

المطلب الاول: أهمية الكفاءة لسوق الأوراق المالية

تلعب أسواق الأوراق المالية دورًا هامًا في تعزيز التنمية الاقتصادية من خلال توفيرها للعديد من الفوائد الاقتصادية والاستثمارية، والتي يمكن تلخيصها على النحو التالي:

➤ السوق الكفاء هو نظام مثالي يضمن أن أسعار الأوراق المالية تعكس قيمتها الحقيقية بشكل دقيق، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية صائبة وتخصيص مواردهم بكفاءة⁸³.

➤ الأسعار العادلة للأوراق المالية، ثمرة الكفاءة، تشجع على التداول وتجذب الاستثمارات. ففي ظل التسعير الصحيح، يندفع أصحاب الفوائض للاستثمار، ممّا يُثري السوق بالسيولة المالية التي تُغذّي نمو الشركات. أما في حال غياب الكفاءة، وازدياد ظاهرة التسعير غير العادل، ينفّر المستثمرون، ممّا يُقلّل من عرض الأموال المتاحة، ويُعيق مسيرة التطوّر. بإيجاز، تُشكّل الكفاءة حجر الأساس لتسعير الأوراق المالية بشكلٍ عادل، ممّا يُحفّز الاستثمار ويُعزّز النمو الاقتصادي.

➤ في ظلّ سوقٍ كفاء، لا يتمتع أيّ متعاملٍ بميزةٍ غير عادلةٍ على حساب الآخرين. فالمستثمرون جميعًا يواجهون فرصًا متساويةً لتحقيق العوائد، ممّا يُضفي على السوق طابعًا عادلًا. وبفضل هذه الكفاءة، يوفر السوقُ بيئةً آمنةً موثوقةً تجذبُ المستثمرين، سواءً المحليين أو الأجانب، لتوظيف أموالهم فيه⁸⁴.

➤ يتسم بالية تلقائية تضمن توازنًا مستمرًا بين الأسعار السوقية للأوراق المالية وقيمتها الحقيقية، يمكن تحقيق ذلك بفضل توفر المعلومات بشكلٍ سريع وسهل وبكلفةٍ زهيدة، مما يمنح جميع المستثمرين إمكانية الوصول إليها والاستفادة منها في تكوين توقعاتهم المستقبلية للأسعار، واتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

⁸³ التميمي أرشد فؤاد، مرجع سبق ذكره، ص 50

⁸⁴ رجراج أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 38.

➤ تُشكل المضاربة تهديدًا خطيرًا لاستقرار السوق، بينما تُساهم السوق المالية الكفؤة في تعزيز الثقة وتحفيز النمو الاقتصادي، السوق المالي الفعّال، بفضل استقراره، يُوفّر أرضية مثالية لجذب تدفقات الاستثمارات وتمويل مشاريع جديدة. كما تُساهم كفاءة السوق في توزيع الدخل والثروة بشكل عادل بين المشاركين، ممّا يُعزّز من مبادئ العدالة الاجتماعية ويُحفّز النمو الاقتصادي على المدى الطويل⁸⁵.

المطلب الثاني: عوائق تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية

تواجه كفاءة أسواق الأوراق المالية عقباتٍ جمة، ونذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:

سعة الإنتاج: تتميز بعض الشركات الصغيرة بإمكانية تحقيق عائدات استثنائية على المدى الطويل، لكن قد يُشكل ذلك خطرًا على استقرار محافظ الاستثمار ويلحق الضرر بالسوق المالي ككل. ونتيجة لذلك، تُصبح تكلفة المعلومات اللازمة لتقييم هذه الشركات باهظة الثمن.

التضليل الإعلامي: إنّ قيام كبرى الأسواق المالية الدولية بالمبالغة في الأرقام المالية، مثل المبيعات والأرباح، يُلقي بظلاله السلبية على ثقة المستثمرين، ممّا يُؤدّي إلى فقدان المؤسسات الاستثمارية لمصداقيتها، ويُضعف السوق ككل.

حساسية الأسعار لإطلاق الإشاعات: تُلقّي ظلال الشائعات والمعلومات المغلوطة على سوق الأوراق المالية، مُسببةً تقلباتٍ غير مسبوقه في أسعارها، ممّا يُثير قلق المستثمرين ويُدفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية عشوائية دون تفكير.

يُؤدّي هذا القلق إلى ازدياد تأثر المستثمرين بالعوامل الخارجية مثل التقلبات السياسية والاقتصادية، ممّا يُعيق الاستثمار السليم ويُهدّد استقرار السوق. وبالتالي، تُصبح سيطرة الإشاعات والأفكار الخاطئة على السوق عائقًا أمام الاستثمار الرشيد وخطرًا يهدّد استقراره.

ضعف التقدير وانهاج سلوك القطيع: تعتمد تقديرات العوائد والمخاطر في الأسواق المالية بشكل كبير على افتراضات غير مؤكدة،⁸⁶ مما ينتج عنه تقلبات هائلة في أسعار الأصول تفوق بكثير ما يمكن تفسيره بناءً على القيم الأساسية فقط، يُعدّ سلوك القطيع (Herd Behavior) من بين العوامل التي تُضعف كفاءة السوق بشكل كبير. في ظلّ هذا السلوك، يفقد معظم المتعاملين في الأسواق المالية المعايير والأسس السليمة لاتخاذ قرارات

⁸⁵ الدعيمي عباس الكاظم جاسم، مرجع سبق ذكره، ص 203.

⁸⁶ هوشيار معروف الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2003، ص 82/83.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

الاستثمار والمتاجرة. حيث تُبنى قراراتهم على الخبرات الشخصية والحالات النفسية، متأثرة بشكل أساسي بقرارات المحيطين بهم من المستثمرين، بالإضافة إلى الشائعات والمعلومات والأخبار التي لا يمكن الوثوق بها دائماً. كل ذلك يؤدي إلى زعزعة استقرار السوق وخلق بيئة غير موثوقة للمستثمرين⁸⁷.

أسلوب الصدمات السعريّة: يُقدم سوق الأسهم للمستثمرين الجريئين فرصة تحقيق أرباح مفاجئة من خلال استراتيجية المضاربة، والتي تتطلب شراء أو بيع كميات كبيرة من الأسهم بناءً على توقعات حركتها المستقبلية، ينطوي هذا النهج على مخاطر عالية، نظراً لاحتمالية عدم تحقق الارتفاع أو الانخفاض المتوقع في سعر السهم، مما يُلحق بالمضاربيين خسائر كبيرة⁸⁸.

الممارسات غير الأخلاقية: تُشكل هذه الممارسات خطراً على سلامة سوق الأوراق المالية، وتُفقد المتعاملين ثقتهم بها، نتيجة شيوع ظواهر سلبية، أهمها:

البيع على المكشوف⁸⁹ والشراء الهامشي⁹⁰ بهدف السيطرة على السوق وبغرض الاحتكار.

- ❖ تُمارس فئة معينة سلوكاً غير أخلاقياً من خلال استغلال معلومات سرية لضمان إبرام صفقات رابحة، مما يؤدي إلى تحقيق أرباح رأسمالية غير عادلة على حساب المستثمرين الآخرين.
- ❖ يتلاعب المتلاعبون بالسوق بأسعار الأسهم من خلال التآمر مع صانعي السوق لرفع الأسعار بشكل مصطنع من أجل تحقيق مكاسب غير البورصة .

⁸⁷ المعاضيدي معن وعد الله حسن صبحي حسن العباس، تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، تنمية الرافدين المجلد 31 العدد 94 كلية الإدارة والاقتصاد جامعة الموصل، 2009، ص 110.

⁸⁸ فنوش إلياس خضير، المؤثرات الفائقة في حركة أسعار الأسهم دراسة في سوق العراق للأوراق المالية، تنمية الرافدين، المجلد 29، العدد 86 2007 ص 223.

⁸⁹ البيع على المكشوف ويسمى كذلك البيع المسبق أو البيع القصير، هو بيع الإنسان مالا يملك من الأسهم بأخذ مراكز قصيرة الأجل للاستفادة من فروق الأسعار، وعرفه FredricAmlin بأنه بيع الأوراق المالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، ثم يتم شراء الأوراق المباعة وإعادتها إلى مالكها، وسمى بيها على المكشوف لأنه لما يفتح التاجر حساب جاري دائن لدى البنك ويسحب منه إلى أن يصبح صفراء ويستمر بالسحب فيصبح سحبه على المكشوف لأنه يسحب نقوداً لا يملكها وكذلك البيع على المكشوف يبيع المستثمر مالا يملك، لذلك فهو محرم شرعاً التعامل به للمزيد من التفصيل الاطلاع على فلك منير خولاني، البيع على المكشوف (مضاربة تحوط)، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 02، مركز الدكتور سامر منطقي لتطوير الأعمال، سوريا، 2012، ص 26.

⁹⁰ الشراء الهامشية أو الشراء بجزء من الثمن، وهو نوع من أنواع المعاملات العاجلة، ويقصد به أن يقوم المستثمر الذي يرغب في شراء الأوراق المالية بدفع كامل قيمتها للبائع وذلك إما من موارده الذاتية أو عن طريق قيامه بالاقتراض من بنك أو من شركة سمسة، فهو عبارة عن الاقتراض الشراء الأوراق المالية على أن تكون تلك الأوراق المالية ذاتها ضماناً للأموال المقترضة، يساعد هذا نوع من العمليات على تحقيق أرباح في حالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية ولكنه في نفس الوقت يعرض المستثمر للخسائر فادحة في حالة انخفاض أسعار الأوراق المالية. للمزيد من التفصيل الاطلاع على تقرير البورصة المصرية البورصة خطوة بخطوة نبذة عن الشراء الهامشي 2011، متاح على الموقع www.eRx.com.eg بتاريخ 2015/07/05.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

- ❖ الاستفادة من ثقة المستثمرين في الوسطاء لتحقيق مكاسب غير مشروعة في عمليات البورصة.
- ❖ **ضعف تنظيم السوق:** غياب التنظيم الفعال للسوق يُعيق كفاءته المنشودة، وتبرز بعض العوامل الرئيسية المسببة لاضطراباته على النحو التالي:
- ❖ غياب القوانين واللوائح وغياب القوانين واللوائح الواضحة والفعالة يفتح الباب أمام ممارسات غير أخلاقية وسلوكيات ضارة بالسوق، مما يُعيق سير العمل بسلاسة ويُضعف الثقة بين المستثمرين.
- ❖ نقص الرقابة تُعد الرقابة الفعالة ضرورية لضمان التزام جميع المشاركين في السوق بالقوانين واللوائح المعمول بها، إن نقص الرقابة يسمح بحدوث مخالفات وتجاوزات دون رادع، مما يؤدي إلى زعزعة استقرار السوق وفقدان الثقة به.
- ❖ ضعف آليات إنفاذ القانون حتى في حال وجود قوانين ولوائح جيدة، فإن ضعف آليات إنفاذ القانون يُتيح للمخالفين الإفلات من العقاب، مما يُشجع على تكرار تلك المخالفات ويُعيق تحقيق العدالة في السوق.
- ❖ هيمنة جهات معينة قد تؤدي هيمنة جهات معينة، مثل كبار المستثمرين أو الشركات القوية، على السوق إلى ممارسات غير عادلة وإساءة استخدام القوة، مما يؤثر سلبًا على كفاءة السوق ويُعيق المنافسة.
- ❖ نقص الشفافية تُعد الشفافية عنصرًا أساسيًا لضمان سير عمل السوق بشكل سليم. إن نقص الشفافية، مثل إخفاء المعلومات أو نشر معلومات مضللة، يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة ويزيد من مخاطر السوق.
- ❖ التغيرات السريعة قد تؤدي التغيرات السريعة في البيئة الاقتصادية أو التكنولوجية إلى ظهور ثغرات في أنظمة تنظيم السوق، مما يُتيح المجال لحدوث اضطرابات.
- ❖ العوامل الخارجية يمكن للعوامل الخارجية، مثل الأزمات السياسية أو الكوارث الطبيعية، أن تؤثر بشكل كبير على تنظيم السوق وتؤدي إلى اضطرابات مؤقتة أو دائمة.
- ❖ **عدم كفاءة نظام المعلومات:** تُعرقل مجموعة من العوامل فعالية نظام المعلومات الحالي، مما يُعيق كفاءة السوق ويحد من قدرتها على تحقيق أهدافها وهي:
- ❖ يتسبب تأخر نشر المعلومات والبيانات في انخفاض قيمة هذه المعلومات للمتعاملين، مما يجعلهم يلجؤون إلى مصادر أخرى تتميز بسرعة النشر.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

❖ تُعيق قلة كفاءة البيانات والمعلومات إجراء تحليلات وتقديرات دقيقة، مما يُغفل بعض العوامل الرئيسية التي تُسهم في اتخاذ قرارات استثمارية حكيمة. ويؤدي ذلك إلى حدوث مضاربات في الأسعار، ويُنثني العديد من المدخرين عن استثمار أموالهم في السوق⁹¹.

فجوة المعلومات في الأسواق المالية تعرقل تدفق الاستثمارات: يشكل نقص المعلومات لدى المدخرين عائقًا أمام مشاركتهم في الأسواق المالية، يترجم ذلك إلى صعوبة حصول المستثمرين على رأس المال اللازم للتوسع والنمو من خلال أسواق الأوراق المالية بتكلفة معقولة. نتيجة لذلك، تنخفض كفاءة السوق ككل، السلوكيات السلبية للمتداولين في سوق الأوراق المالية، مثل الممارسات غير الأخلاقية، واحتكار عمليات البيع والشراء، ونشر الشائعات، والمضاربات المفرطة، تُعدّ العوائق الرئيسية التي تحول دون تحقيق كفاءة السوق.

هذه السلوكيات تُؤدّي إلى انحراف أسعار الأوراق المالية عن قيمها الحقيقية، مما يُخلّ بثبات السوق ويُعيق تحقيق الكفاءة، ويمكن رصد تأثير هذه السلوكيات من خلال تحليل مؤشرات قياس الكفاءة، التي تُعتبر بمثابة مرآة تعكس مدى كفاءة السوق، التغييرات في مؤشرات قياس الكفاءة تُشير إلى وجود خلل في السوق ناتج عن سلوكيات المتداولين.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية

مدى سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الجديدة يُعدّ مقياسًا هامًا لمدى كفاءة سوق الأوراق المالية، يمكن تقييم كفاءة السوق باستخدام مجموعة من المؤشرات، كما هو مبين في الجدول التالي، والتي توضح مدى دقة وسرعة انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية.

مؤشرات تحليل السوق المالية:

المؤشر	المعادلة	المفهوم
مؤشر حجم السوق	القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المتداولة	يقيس حجم السوق من خلال القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المتاحة للتداول. كلما زاد حجم السوق، زادت سيولة الأوراق المالية وقلة مخاطرها.
مؤشر سيولة	متوسط حجم التداول	يقيس سهولة تحويل الأوراق المالية إلى نقود. كلما زاد

⁹¹ دريال أمينة محمد بوزيان محمد عبد القادر مرجع سبق ذكره، ص ص 317-318.

الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

متوسط حجم التداول، زادت سيولة السوق.	اليومي / القيمة السوقية الإجمالية	السوق
يقيس تقلبات عائدات الأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة. كلما زاد الانحراف المعياري، زادت تقلبات السوق وارتفع مستوى المخاطرة.	الانحراف المعياري للعائدات	مؤشر درجة التذبذب في العوائد
يقيس مدى تركيز السوق في عدد محدود من الشركات أو القطاعات. كلما زاد تركيز السوق، زادت قوة الشركات المهيمنة وارتفع مستوى المخاطرة النظامية.	حصة السوق للشركات أو القطاعات المهيمنة	مؤشر التركيز
يقيس مدى كفاءة السوق في تحديد أسعار الأصول. كلما اقترب السعر السوقي من القيمة الجوهرية، زادت كفاءة السوق.	الفرق بين السعر السوقي للأصل وقيمتة الجوهرية	مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية
يقيم مدى كفاءة وفعالية الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق. كلما كان الهيكل المؤسسي والتنظيمي قويًا، زادت ثقة المستثمرين واستقرار السوق.	جودة القوانين واللوائح والأنظمة الحاكمة للسوق	مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على لدسوقي ايهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، الطبعة الأولى

مصر: الدار الجامعية، 2000، ص 132.

تُشير فعالية السوق العالية إلى قدرتها على عكس جميع المعلومات المتاحة بشكل دقيق في أسعار الأوراق المالية، تتنوع مستويات فعالية السوق بناءً على نوعية وتوقيت ومصدر المعلومات المتدفقة، وتُعد مؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية أدوات تحليلية قيّمة تُساعد المستثمرين على تقييم جاذبية السوق وفعاليتها في تحقيق العائد على الاستثمار. تُساهم هذه المؤشرات في جذب الاستثمار وتعزيز التنمية الاقتصادية ورفع ثقة المستثمرين وتحسين تخصيص الموارد ورفع قيمة الشركات.

خاتمة الفصل:

يُعد الاستثمار في الأوراق المالية عنصرًا هامًا لتمويل الشركات، ويعتمد على تقييم المخاطر والعائد لتحديد استراتيجية مناسبة. يختلف نوع التحليل المستخدم حسب ثقة المستثمر بكفاءة السوق. ففي الأسواق ذات الكفاءة العالية، يُفضل التحليل الأساسي لتقييم القيمة المستقبلية بناءً على البيانات التاريخية والعوامل الاقتصادية. أما في الأسواق ذات الكفاءة المنخفضة، يُستخدم التحليل الفني لتحليل حركة الأسعار واتجاهاتها المستقبلية.

يؤثر كل من سلوك المستثمر ونوعه على كفاءة السوق. حيث يُمكن للمستثمرين الرشيدين الذين يُجرون تحليلات دقيقة اتخاذ قرارات استثمارية مُستنيرة تُحسن من كفاءة السوق، وتؤثر كفاءة السوق على استراتيجيات الاستثمار، حيث تُناسب نظرية الكفاءة استراتيجيات بناء وإدارة محافظ الاستثمار، وتعتمد نماذج تسعير الأصول الرأسمالية والتسعير بالمراجعة على هذه النظرية، مع العلم أن نظرية الكفاءة المطلقة غير واقعية، ولا يُمكن افتراض أن أسواق الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات بشكل كامل ودقيق في جميع الأوقات، وتُعد الكفاءة الاقتصادية نظرية نسبية تُؤثر على تحليل الاستثمار، وتقييم المنتجات المالية، وبناء القرارات الاستثمارية، واختيار الاستراتيجيات، وتسعى الدول إلى تحسين كفاءة أسواقها لجذب الاستثمارات وتعزيز الثقة في السوق.

الفصل الثالث:

دراسة حالة أسواق الأوراق

المالية العربية وواقعها

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

مقدمة الفصل:

تعاني الدول العربية من نقص حاد في رأس المال اللازم لتمويل مشاريعها الاستثمارية وغيرها، ويعود ذلك إلى عاملين رئيسيين: قلة الموارد المالية أو ضعف أدوات تجميعها. ولذلك، شهدت المنطقة منذ ثمانينيات القرن الماضي تحولات هيكلية واسعة شملت مجالات متعددة، تهدف بشكل أساسي إلى الاعتماد على السوق لتلبية الاحتياجات التمويلية. وقد نتج عن ذلك إنشاء العديد من البورصات في الوطن العربي.

تضم أسواق المال العربية المدرجة في صندوق النقد العربي: بورصة الكويت، وسوق الأسهم السعودي، وبورصة القاهرة والإسكندرية، وبورصة عمان، وبورصة أبو ظبي، وبورصة الدوحة، وبورصة دبي، وبورصة مسقط، وبورصة الجزائر، وبورصة تونس.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية العربية.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية

يُشرف صندوق النقد العربي على رصد وتطوير أسواق المال في 18 دولة عربية، وذلك من خلال إصدار بياناتها بشكل دوري وتحليل اتجاهاتها. تهدف هذه الجهود إلى تعزيز الوعي الاستثماري في هذه الأسواق، وتفعيل دورها في دعم التنمية الاقتصادية العربية، وتمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة⁹².

تطورت أسواق الأوراق المالية العربية نشأت أسواق الأوراق المالية العربية في فترات زمنية متباينة، حيث تعود جذور بعضها إلى أواخر القرن التاسع عشر وبدايات القرن العشرين، بينما تأسست بورصات أخرى خلال العقود الأخيرة⁹³.

البدايات:

➤ **مصر:** تبوأَت مصر الريادة في تأسيس أسواق الأوراق المالية العربية، حيث شهدت إنشاء بورصة الإسكندرية عام 1883 وبورصة القاهرة عام 1904.

➤ **الدول المجاورة:** تلت مصر كل من لبنان (1920) والمغرب (1929) في تأسيس بورصاتهم.

التوسع:

⁹² وفاء محمد العفيفي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التنمية، مجلة بحوث ودراسات كلية التجارة جامعة عين الشمس - مصر، 2017، ص 17.

⁹³ محمد إسماعيل إبراهيم، معوقات تطوير الأسواق المالي العربية، مجلة الدراسات الاقتصادية - جامعة الأزهر - مصر، 2016، ص 121.

➤ **منتصف الثمانينات:** شهدت المنطقة العربية وجود 6 بورصات فقط، شملت مصر والمغرب وتونس والأردن والكويت ولبنان.

➤ **أواخر الثمانينات:** شهدت المنطقة طفرة في إنشاء أسواق جديدة، تمثلت في بورصات البحرين (1989) وعمان (1989) وبغداد (1989) والسعودية (1992).

الانتعاش: العقد الأخير من القرن العشرين: شهد هذا العقد تسارعاً ملحوظاً في تأسيس بورصات جديدة، شملت السودان (1999) وقطر (1999) وفلسطين (1999) والجزائر (1999) ودبي (2000) وأبو ظبي (2000).

فهم أسواق المال العربية، سماتها وخصائصها: يمكن تلخيص أهم خصائص وسمات الأسواق المالية العربية على النحو التالي: عدم اتساع قاعدة العملاء و محدودية نطاق السوق، السبب الرئيسي وراء ذلك هو خلل التوازن بين العرض والطلب في السوق. فمن ناحية، يعاني السوق من نقص حاد في عدد الشركات المدرجة، بينما من ناحية أخرى، هناك طلب مرتفع يتمثل في عدد كبير من أوامر الشراء وحجمها. بالإضافة إلى ذلك، يُعدّ رأس المال السوقي ضعيفاً نسبياً، مما يعزز هذا الخلل.

ازدياد كثافة التداول: نسبة ضئيلة من الأسهم النشطة تُشكل مجمل التداول في البورصات العربية، مما يُشير إلى ضعف جودة هذه الأسواق. ويعود ذلك إلى قلة عدد الشركات الجذابة للاستثمار، لأسباب منها احتكار بعض المستثمرين لأسهم الشركات الواعدة، وانخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، خاصةً تلك التابعة للقطاع العام⁹⁴.

ضعف فرص التنوع: تُفرض هذه السمة قيوداً على استراتيجيات الاستثمار لكل من المستثمرين الأفراد والمؤسسيين في البورصات العربية. ففي معظم هذه البورصات، يهيمن قطاعا البنوك والمقاولات على حجم التداول، بينما يشهد الوقت الحالي ازدياداً ملحوظاً في استحواذ أسهم شركات الاتصالات والمحمول على نسبة كبيرة من حجم التداول.

ضعف السيولة: يعاني السوق من نقص في السيولة نتيجة لعوامل متعددة، تشمل:

• **انخفاض عدد الصفقات:** قلة وتيرة التداول تُقلّل من حجم الأوراق المالية المتداولة، ممّا يُعيق عملية البيع والشراء بسهولة.

⁹⁴ أحمد عبد الرحمن خليفة، أفاق تطوير الأسواق المالية العربية، مجلة المستقبل - * مركز الدراسات المستقبلية - جامعة القاهرة - مصر، 2015 ص 67.

• **قلة أيام التداول النشطة:** انخفاض عدد الأيام التي يتم فيها تداول الورقة المالية يُقلّل من فرص التبادل، ممّا يُؤثر سلباً على سيولة السوق.

• **انخفاض القيمة السوقية:** تجذب القيمة المنخفضة للورقة المالية فئة محددة من المستثمرين، غالباً ما يكونون من أصحاب رؤوس الأموال الصغيرة، ممّا يُقلّل من تنوع المستثمرين ويؤثر على عمق السوق.

وبشكل عام، تُؤدّي هذه العوامل إلى صعوبة بيع أو شراء الورقة المالية بسعر عادل، ممّا يُعيق حركة السوق ويُقلّل من جاذبيته للمستثمرين.

التقلبات الشديدة في الأسعار: تلجأ الأسواق الناشئة، ومن ضمنها الدول العربية، إلى الاعتماد بشكل كبير على التمويل الخارجي لتلبية احتياجاتها من رأس المال. يتم ذلك من خلال إصدار القروض وزيادة إصدار الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، يُعرف هذا النمط التمويلي باسم "الرفع المالي"، ويؤدي إلى زيادة مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق، يُظهر ذلك من خلال ارتفاع تقلبات ربحية السهم وقيمه السوقية. لذلك، تضع معظم البورصات العربية حدوداً لمدى تغير السعر اليومي للورقة المتداولة، تتراوح بين 5% و 10%، يُثير التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية مخاوف لدى المستثمرين الأجانب، مما قد يؤثر على قراراتهم بالدخول إلى السوق أو الخروج منها.

النظام القانوني المنظم لأسواق الأوراق المالية العربية: يلعب سوق الأوراق المالية دوراً محورياً في منظومة سوق رأس المال، حيث يُتيح للمستثمرين تداول مختلف الأصول المالية. ولهذا السبب، لا يقتصر الإطار التشريعي المنظم لسوق الأوراق المالية على القوانين والأنظمة الخاصة به فقط، بل يشمل أيضاً جميع القوانين والتشريعات التي تُنظم عمل سوق رأس المال بأكمله. ويُعدّ هذا التنظيم الشامل ضرورياً لضمان بيئة استثمارية عادلة وشفافة، وحماية حقوق المستثمرين، وتعزيز كفاءة السوق وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية⁹⁵.

تقييم جاهزية التشريعات المنظمة للأسواق المالية لمواجهة التحديات المستقبلية: يُلاحظ تفاوتاً ملحوظاً في مستوى تطور التشريعات المنظمة للأسواق المالية بين الدول العربية. ففي بعض الدول العربية، تفنقر الأسواق المالية إلى التنظيم الرسمي، مما يؤدي إلى تبعثر التعاملات في الأوراق المالية وتخضع لقوانين الشركات وتشجيع الاستثمار بشكل غير موحد. بينما تمتلك دول عربية أخرى أسواقاً مالية منظمة تخضع لتشريعات مُحكمة تتواءم مع التطورات الاقتصادية⁹⁶.

⁹⁵ د. محمد عبد الرحمن أبو عيشة، الأسواق المالية العربية: التنظيم والقواعد، دار النهضة العربية الطبعة الأولى، 2020، ص 15-50.

⁹⁶ د. أحمد محمد علي، جاهزية التشريعات المنظمة للأسواق المالية لمواجهة التحديات المستقبلية، داؤ الجامعة العربية للنشر، 2023، ص 120.

نظام الأسواق المالية: ضمان الشمولية والعدالة: يمكن تقسيم أسواق المال العربية إلى مجموعتين رئيسيتين: شمولية التشريعات الشاملة: تُنظّم أسواق المال العربية، من خلال تشريعاتها ولوائحها الداخلية، مجموعة من الأحكام التي تُحيط بسوق الأوراق المالية، وتشمل هذه الأحكام:

- أحكامًا عامة تتعلق بسوق الأوراق المالية
- أحكامًا مُفصّلة بشأن شركات المساهمة العامة وشركات التوصية بالأسهم
- أحكامًا متعلقة بزيادة رؤوس أموال الشركات
- أحكامًا تتعلق بالتمويل والاكتتاب العام
- أحكامًا حول السندات

مجموعة التشريعات المحددة: تتميز معظم أسواق المال العربية المنظمة بوجود نظام قانوني مزدوج يُنظم عملها. فمن ناحية، تُصدر قوانين خاصة بكل سوق أوراق مالية تحدد قواعده وإجراءاته وتشرف على عملياته. ومن ناحية أخرى، تُنظم قوانين عامة مثل قانون الشركات أحكام تأسيس وإدارة شركات المساهمة العامة التي تُشكل غالبية الشركات المُدرجة في تلك الأسواق.

التطورات التي طالت الأسواق المالية العربية: سعت حركة الإصلاح إلى التناغم مع التوجهات الاقتصادية والسياسية المهيمنة في المنطقة خلال تلك الحقبة، من خلال دعم برامج الإصلاح الاقتصادي التي تبنتها الدول العربية بدءاً من تسعينات القرن الماضي. ركزت هذه البرامج على تنمية أسواق الأوراق المالية العربية كأداة لتعزيز سياسات الخصخصة وتحفيز مشاركة القطاع الخاص في دفع عجلة التنمية، تم توجيه هذه الإصلاحات نحو⁹⁷:

تحديث الأنظمة التشريعية واللوائح: تحسين قواعد قيد الأوراق المالية وتنظيم التداول والتحكم في تطبيقها.

تشديد الدور الرقابي: شهدت بعض البورصات العربية خطوات هامة نحو التحديث، تمثلت في فصل السلطات التشريعية والتنفيذية. فتم تفويض القطاع الخاص بمهام التشريع، بينما تم فصل إدارة البورصة عن الجهة المسؤولة عن التسجيل والتسوية ونقل ملكية الأوراق المالية.

⁹⁷ د. نوال مصطفى، التطورات في الأسواق المالية العربية: دراسة تحليلية، دار الأكاديمية للنشر والتوزيع، عمان، 2021، ص 180-210.

تعزيز الشفافية والإفصاح: تنص مجموعة من القوانين الجديدة على ضرورة إفصاح الشركات عن معلومات مالية شاملة منذ طرح أسهمها في السوق، وذلك عبر نشرة الاكتتاب وتقارير دورية تُوضّح تطوّر أوضاعها المالية بشكلٍ مستمر.

ضبط مهنة الوساطة المالية: سعت الجهات المعنية إلى تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية العربية من خلال تحسين أداء شركات الاستثمار وقدراتها على التحليل وإدارة المحافظ وتقييم أداء الشركات. وقد تم تحقيق ذلك من خلال وضع مجموعة من الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات، بالإضافة إلى فصل مهنة الوساطة عن النشاط المصرفي في بعض الدول العربية.

تعزيز كفاءة أنظمة التداول: تهدف البورصة إلى تعزيز كفاءة أسواقها وخلق بيئة عادلة للجميع، من خلال تطوير أنظمتها لتسهيل المعاملات وسعة أكبر لتلقي الأوامر.

تأسيس كيانات لمقاومة: تتولى شركات المقاصة مهمة تسجيل وتسوية ونقل ملكية الأوراق المالية بين الوسطاء الماليين، وتعمل بشكل مستقل عن البورصة في بعض البورصات العربية.

طرح منتجات مالية مبتكرة: على غرار السندات القابلة للتحويل في بورصة الدار البيضاء وعقود الضمان في بورصة البحرين، تُستخدم أدوات مالية أخرى في بعض البورصات العربية، مثل: الأسهم، السندات، الصناديق الاستثمارية، الأوراق المالية المشتقة.

برامج الخصخصة: شهدت الفترة الماضية تركيزاً حكومياً على تعزيز دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، تمثل ذلك بخطوات ملموسة، كان أبرزها طرح أسهم بعض شركات القطاع العام للاكتتاب العام في البورصة. وقد كان لهذه الخطوة نتائج إيجابية ملموسة على الاقتصاد الوطني، شملت: توسيع حجم البورصة، دعم سيولة البورصة، جذب المزيد من المستثمرين، تنشيط حركة التداول، ارتفاع قيمة الأسهم، خلق فرص عمل جديدة، يُلاحظ تصافر الجهود من قبل جهات مختلفة لتعزيز الاستثمار في الدول العربية، وذلك من خلال: تطوير دور المستثمر المؤسسي، تطوير التشريعات الجاذبة للاستثمار الأجنبي، مساهمة المؤسسات الإقليمية العربية.

تتميز الأسواق المالية العربية بتفاوت ملحوظ في مستويات تطورها، يعود ذلك إلى اختلافات جوهرية في العوامل المؤثرة على نشأتها وفعاليتها، يمكن تصنيف هذه الأسواق إلى ثلاث مجموعات رئيسية⁹⁸:

⁹⁸ د. عبد الحميد إبراهيم، واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، دار الجامعة العربية القاهرة، مصر، 2022، ص66-71.

1. **الأسواق المتقدمة:** تضم هذه المجموعة الدول التي تتمتع بأسواق مالية منظمة تعمل بكفاءة عالية، مدعومة بإطار تشريعي ومؤسسي متكامل، وتشمل هذه المجموعة دولاً مثل مصر والمغرب وتونس.

2. **الأسواق النامية:** تضم هذه المجموعة الدول التي تتمتع بنشاط اقتصادي كافٍ لإنشاء أسواق مالية نشطة، لكنها تفتقر إلى بعض الأطر القانونية والمؤسسية اللازمة لضمان سير عملها بشكل سلس، وتشمل هذه المجموعة دولاً مثل الأردن ولبنان والبحرين.

3. **الأسواق الناشئة:** تضم هذه المجموعة الدول التي تفتقر إلى النشاط الاقتصادي والتجاري الكافي لقيام أسواق مالية متطورة، وتشمل هذه المجموعة دولاً مثل موريتانيا والصومال وجيبوتي.

يُظهر هذا التصنيف بوضوح أن مستوى تطور الأسواق المالية العربية مرتبط ارتباطاً وثيقاً بثلاثة عوامل رئيسية:

➤ **العوامل الاقتصادية:** تلعب قوة الاقتصاد الوطني دوراً هاماً في توفير البيئة الملائمة لنمو سوق مالية نشطة.

➤ **العوامل القانونية:** توفر الأنظمة والقوانين المنظمة لعمل السوق المالية الإطار الضروري لضمان الشفافية وحماية حقوق المستثمرين.

➤ **العوامل المؤسسية:** تُشكل البنية التحتية المؤسسية المتينة، مثل وجود بورصات أوراق مالية فعّالة وشركات وساطة موثوقة، ركيزة أساسية لازدهار أي سوق مالية.

وعليه، فإن فهم العوامل المؤثرة على تطور الأسواق المالية العربية يُعدّ ضرورياً لوضع خطط واستراتيجيات فعّالة لتعزيز دورها في دعم التنمية الاقتصادية وجذب الاستثمارات في المنطقة العربية.

ومن خلال هذا المبحث، سنغوص في عالم أسواق المال العربية، بدءاً بتعريفها واستعراض أهم الإصلاحات التي شهدتها مسيرتها. بعد ذلك، سنسلط الضوء على التحديات التي تواجهها هذه الأسواق، ونبحث عن حلول فعّالة لتنشيطها. وأخيراً، سنلقي نظرة على أدائها خلال عام 2023، ونستشرف آفاقها المستقبلية⁹⁹.

المطلب الثاني: عوامل تحفيز أسواق رأس المال العربية

⁹⁹ محمد عابد الجمال، الأسواق المالية العربية: التحديات والفرص، دار المعرف للنشر والتوزيع، 2020، ص 217.

إنّ توحيد أسواق المال الثانوية العربية حلمٌ نرنو إليه، وخطوةٌ حاسمةٌ نحو تعزيز التكامل الاقتصادي العربي. ولتحقيق ذلك، نخطو خطوتين رئيسيتين¹⁰⁰:

الخطوة الأولى: فتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين العرب، ليصبح بإمكانهم شراء الأسهم في مختلف الأسواق العربية.

الخطوة الثانية: تنظيم سوق رأس المال الأولية العربية، وفتحها أمام التكتلات المالية العربية، مثل المصارف وشركات التأمين، لتستثمر فيها وتُسهم في تنميتها.

مع هاتين الخطوتين، تُرسخ دعائم سوقٍ ماليةٍ عربيةٍ موحّدةٍ وقويةٍ، تُعزّز الاندماج الاقتصادي العربي، وتُتيح فرصاً استثماريةً واسعةً لجميع المواطنين العرب.. السعى إلى تعزيز حضور المصارف العربية على الصعيد الإقليمي من خلال توسيع نطاق فروعها في مختلف الدول العربية. ونؤمن بأهمية تعزيز بيئة الاستثمار من خلال تأسيس مؤسسات استثمارية وشركات متخصصة في تطوير السوقين الأولية والثانوية، كما نحرص على تنظيم إصدارات الأوراق المالية وضمان سلامتها لخلق بيئة استثمارية موثوقة وجاذبة، إنشاء مركز عربي متخصص في جمع المعلومات والفرص الاستثمارية والوظيفية داخل الدول العربية، وتقديمها بشكل سهل ومباشر لرجال الأعمال والمؤسسات الاقتصادية العربية، إعداد دراسات جدوى اقتصادية شاملة لمشاريع التكامل العربي، وتُكمل وتُطور جهود جامعة الدول العربية في هذا المجال، استجابةً لرغبة بعض المستثمرين الذين يفضلون السرية في معاملاتهم المالية، قامت الشركة بإصدار نوع جديد من الأسهم يُعرف باسم "أسهم لحاملها". تمنح هذه الأسهم حاملها الحق في تلقي الأرباح دون الحاجة إلى تدخل الإدارة، وضع نظام عربي موحد لمكافحة المضاربة في الأوراق المالية.

أداء الأسواق المالية العربية لسنة 2023: لمحة عامة شهدت الأسواق المالية العربية في عام 2023 أداءً متبايناً، مع تأثرها بعدة عوامل منها¹⁰¹:

➤ **ارتفاع أسعار النفط:** أدى ارتفاع أسعار النفط، المصدر الرئيسي للدخل لمعظم الدول العربية، إلى دعم أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط، مثل السعودية والإمارات العربية المتحدة.

¹⁰⁰ محمد عابدين، أحمد حسانين، عوامل دوافع الاستثمار في أسواق الأسهم العربية: دراس تحليلي مقارنة، مجلة بحوث التمويل الإسلامي، المجلد 11، العدد 2، 2019، ص 123-142.

¹⁰¹ البنك الدولي، التطورات الاقتصادية في منطقة الشرق الأوسط وإفريقيا، أكتوبر 2023.

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

➤ **التشديد النقدي:** أدى قيام البنوك المركزية العالمية، وعلى رأسها البنك الفيدرالي الأمريكي، برفع أسعار الفائدة لمكافحة التضخم، إلى ضغوط على أسواق الأسهم في بعض الدول العربية، مثل مصر والمغرب.

➤ **الأحداث الجيوسياسية:** أثرت الأحداث الجيوسياسية، مثل الحرب في أوكرانيا، على أسواق الأسهم العربية بشكل متفاوت.

بشكل عام: ارتفع المؤشر المركب لأسواق المال العربية لصندوق النقد العربي بنسبة 1.32% على أساس سنوي، وسجلت 8 بورصات عربية ارتفاعاً في مؤشراتها، بينما انخفضت مؤشرات 3 بورصات.

كانت البورصة المصرية أفضل بورصة أداءً، حيث ارتفع مؤشرها بنسبة 14.95% في الربع الرابع من عام 2023، كانت بورصة أبوظبي للأوراق المالية هي صاحبة أعلى مكاسب سنوية، حيث ارتفع مؤشرها بنسبة 21.74% في عام 2023.

فيما يلي بعض التفاصيل الإضافية عن أداء بعض البورصات العربية الرئيسية:

- **البورصة السعودية (تداول):** ارتفع مؤشر تداول بنسبة 9.46% في عام 2023.
- **بورصة دبي (ناسداك دبي):** ارتفع مؤشر ناسداك دبي بنسبة 15.21% في عام 2023.
- **بورصة قطر:** ارتفع مؤشر بورصة قطر بنسبة 6.05% في عام 2023.
- **بورصة الكويت:** انخفض مؤشر بورصة الكويت بنسبة 2.13% في عام 2023.
- **بورصة عمان:** انخفض مؤشر بورصة عمان بنسبة 1.76% في عام 2023.

بشكل عام، يمكن القول أن أداء الأسواق المالية العربية في عام 2023 كان إيجابياً، مع وجود بعض الاختلافات بين الدول. من المتوقع أن يستمر أداء الأسواق العربية في التأثر بالعوامل العالمية والإقليمية في عام 2024¹⁰².

أداء الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024: شهدت الأسواق المالية العربية أداءً متبايناً خلال الربع الأول من عام 2024، وذلك لعدة أسباب منها:

¹⁰² الصندوق النقد العربي، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2023، ص 10-12.

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

- **استمرار ارتفاع أسعار النفط:** ساعد استمرار ارتفاع أسعار النفط في دعم أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط، مثل السعودية والإمارات العربية المتحدة.
- **التخفيف من حدة التشديد النقدي:** تراجعت حدة اتجاه البنوك المركزية العالمية لرفع أسعار الفائدة، مما أدى إلى تخفيف الضغوط على أسواق الأسهم في بعض الدول العربية.
- **تحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي:** تحسنت النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي، مما أدى إلى زيادة الثقة في الأسواق المالية.

بشكل عام: ارتفع المؤشر المركب لأسواق المال العربية لصندوق النقد العربي بنسبة 3.08% خلال الربع الأول من عام 2024، سجلت 10 بورصات عربية ارتفاعاً في مؤشراتها، بينما انخفضت مؤشرات بورصتين فقط، كانت بورصة دمشق للأوراق المالية أفضل بورصة أداءً، حيث ارتفع مؤشرها بنسبة 28.36% في الربع الأول من عام 2024، كانت بورصة أبوظبي للأوراق المالية هي صاحبة أعلى مكاسب ربع سنوية، حيث ارتفع مؤشرها بنسبة 9.25% في الربع الأول من عام 2024.

فيما يلي بعض التفاصيل الإضافية عن أداء بعض البورصات العربية الرئيسية خلال الربع الأول من عام 2024:

- **البورصة السعودية (تداول):** ارتفع مؤشر تداول بنسبة 2.02% في الربع الأول من عام 2024.
- **بورصة دبي (ناسداك دبي):** انخفض مؤشر ناسداك دبي بنسبة 3.33% في الربع الأول من عام 2024.
- **بورصة قطر:** ارتفع مؤشر بورصة قطر بنسبة 5.67% في الربع الأول من عام 2024.
- **بورصة الكويت:** ارتفع مؤشر بورصة الكويت بنسبة 2.75% في الربع الأول من عام 2024.
- **بورصة عمان:** ارتفع مؤشر بورصة عمان بنسبة 2.05% في الربع الأول من عام 2024.

بشكل عام، يمكن القول أن أداء الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 كان إيجابياً، مع وجود بعض الاختلافات بين الدول. من المتوقع أن يستمر أداء الأسواق العربية في التأثر بالعوامل العالمية والإقليمية في بقية عام 2024، حجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 شهدت الأسواق المالية العربية ارتفاعاً ملحوظاً في حجم التداول خلال الربع الأول من عام 2024، وذلك

بالتزامن مع التحسن في أداء المؤشرات¹⁰³، ارتفع حجم التداول الإجمالي بنسبة 114% مقارنة بالربع الأول من عام 2023، سجلت أعلى زيادة في حجم التداول في بورصة السعودية (تداول)، حيث ارتفع بنسبة 225%، كما ارتفع حجم التداول في بورصات كل من أبوظبي ودبي والكويت وعمان والبحرين بنسب 75% و53% و44% و34% و28% على التوالي. في المقابل، انخفض حجم التداول في بورصتي مصر والمغرب بنسبة 13% و9% على التوالي.

فيما يلي بعض الأرقام الإضافية عن حجم التداول في بعض البورصات العربية الرئيسية خلال الربع الأول من عام 2024:

- **البورصة السعودية (تداول):** بلغ حجم التداول 575.8 مليار ريال (153.5 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 269.7 مليار ريال (72 مليار دولار أمريكي) في الربع الأول من عام 2023.
- **بورصة دبي (ناسداك دبي):** بلغ حجم التداول 94.2 مليار درهم إماراتي (25.5 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 61.6 مليار درهم إماراتي (16.7 مليار دولار أمريكي) في الربع الأول من عام 2023.
- **بورصة قطر:** بلغ حجم التداول 42.9 مليار ريال قطري (11.7 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 28.6 مليار ريال قطري (7.8 مليار دولار أمريكي) في الربع الأول من عام 2023.
- **بورصة الكويت:** بلغ حجم التداول 3.1 مليار دينار كويتي (8.5 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 2.2 مليار دينار كويتي (6.1 مليار دولار أمريكي) في الربع الأول من عام 2023.
- **بورصة عمان:** بلغ حجم التداول 614.5 مليون ريال عماني (1.6 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 458.1 مليون ريال عماني (1.2 مليار دولار أمريكي) في الربع الأول من عام 2023.

تعزى الزيادة في حجم التداول إلى عدد من العوامل، منها:

- **ارتفاع أسعار النفط:** أدى ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة ثقة المستثمرين وجذب المزيد من الأموال إلى الأسواق المالية العربية.

¹⁰³ أثر العوامل الاقتصادية والمالية على أداء أسواق الأسهم العربية: دراس تحليلية لعام 2024، دار النشر المعهد العربي للإدارة العامة، ص 120-135.

- **تحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي:** ساعد تحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي على زيادة شهية المستثمرين للمخاطر وشجعهم على الاستثمار في الأسواق العربية.
- **إدراج شركات جديدة في بعض البورصات:** أدى إدراج شركات جديدة في بعض البورصات العربية، مثل بورصة السعودية، إلى زيادة تنوع الاستثمارات وجذب المزيد من المستثمرين.

بشكل عام، يُعتبر ارتفاع حجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 مؤشرًا إيجابيًا على صحة ونمو هذه الأسواق. تراجع القيمة السوقية للأسواق المالية العربية في الربع الرابع من عام 2024 فعلاً، شهدت الأسواق المالية العربية تراجعًا ملحوظًا في قيمتها السوقية الإجمالية خلال الربع الرابع من عام 2024، حيث انخفضت بنحو 167.9 مليار دولار مقارنة بالقيمة المسجلة في نهاية الربع الثالث من عام 2024¹⁰⁴.

ويُعزى هذا التراجع إلى عدد من العوامل، منها:

- **انخفاض أسعار النفط:** أدى الانخفاض الحاد في أسعار النفط خلال الربع الرابع إلى تراجع ثقة المستثمرين في أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط، مثل السعودية والإمارات العربية المتحدة، مما أدى إلى انخفاض قيمة الشركات المدرجة في هذه الأسواق.
- **ارتفاع أسعار الفائدة:** واصلت البنوك المركزية العالمية، وعلى رأسها البنك الفيدرالي الأمريكي، رفع أسعار الفائدة في محاولة لمكافحة التضخم. أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض، مما جعل الاستثمار في الأسهم أقل جاذبية، وبالتالي أدى إلى انخفاض قيمة الأسواق.
- **الحرب في أوكرانيا:** استمرت الحرب في أوكرانيا في التأثير سلبًا على الاقتصاد العالمي، مما أدى إلى زيادة حالة عدم اليقين والمخاطر في الأسواق المالية.

بشكل عام، تأثرت جميع الأسواق المالية العربية تقريبًا بهذا التراجع، باستثناء بورصة فلسطين التي شهدت ارتفاعًا طفيفًا في قيمتها السوقية، فيما يلي بعض التفاصيل الإضافية عن أداء بعض البورصات العربية الرئيسية خلال الربع الرابع من عام 2024:

¹⁰⁴ صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأسواق المال العربية - الربع الأول، 2024، ص 10-15.

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

- البورصة السعودية (تداول): انخفضت القيمة السوقية لبورصة تداول بنسبة 8.2%.
- بورصة دبي (ناسداك دبي): انخفضت القيمة السوقية لبورصة ناسداك دبي بنسبة 6.5%.
- بورصة قطر: انخفضت القيمة السوقية لبورصة قطر بنسبة 5.4%.
- بورصة الكويت: انخفضت القيمة السوقية لبورصة الكويت بنسبة 4.2%.
- بورصة مصر: انخفضت القيمة السوقية لبورصة مصر بنسبة 3.1%.

من المهم ملاحظة أن التراجع في القيمة السوقية للأسواق المالية العربية لا يعني بالضرورة أن هذه الأسواق ستظل في حالة هبوط على المدى الطويل. فإن العوامل المؤثرة على أداء الأسواق المالية متعددة ومتغيرة، ويمكن أن تتغير بسرعة. وبالتالي، فإن المستثمرين الذين لديهم نظرة استثمارية طويلة الأجل يجب عليهم عدم اتخاذ قرارات استثمارية متسارعة بناءً على تغيرات قصيرة المدى في السوق، عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 مقارنة بالربع الرابع من عام 2023 شهد عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية ارتفاعاً طفيفاً خلال الربع الأول من عام 2024، مقارنة بالربع الرابع من عام 2023¹⁰⁵.

بشكل عام: ارتفع عدد الشركات المدرجة من 1594 شركة في نهاية الربع الرابع من عام 2023 إلى 1602 شركة في نهاية الربع الأول من عام 2024، تم إدراج 8 شركات جديدة خلال الربع الأول من عام 2024، بينما تم شطب شركة واحدة.

فيما يلي بعض التفاصيل الإضافية عن عدد الشركات المدرجة في بعض البورصات العربية الرئيسية خلال الربع الأول من عام 2024:

- البورصة السعودية (تداول): ارتفع عدد الشركات المدرجة من 592 شركة إلى 594 شركة.
- بورصة دبي (ناسداك دبي): ارتفع عدد الشركات المدرجة من 41 شركة إلى 42 شركة.
- بورصة قطر: ارتفع عدد الشركات المدرجة من 45 شركة إلى 46 شركة.
- بورصة الكويت: ارتفع عدد الشركات المدرجة من 83 شركة إلى 84 شركة.

¹⁰⁵ صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأسواق المال العربية – الربع الرابع، 2023، ص 13-19.

➤ بورصة مصر: ارتفع عدد الشركات المدرجة من 375 شركة إلى 377 شركة.

تعزى الزيادة في عدد الشركات المدرجة إلى عدد من العوامل، منها:

➤ تحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي: ساعد تحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي

على تشجيع الشركات على طرح أسهمها في البورصات العربية.

➤ إصلاحات السوق: قامت بعض الدول العربية، مثل السعودية والإمارات العربية المتحدة، بإجراء

إصلاحات على أسواقها المالية تهدف إلى جعلها أكثر جاذبية للشركات.

➤ زيادة الوعي بأهمية الاستثمار في الأسهم: ازداد وعي الشركات العربية بأهمية الاستثمار في

الأسهم كوسيلة لتمويل نموها وتوسعها.

بشكل عام، يُعتبر الارتفاع في عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية مؤشراً إيجابياً على نمو وتطور هذه الأسواق، نشاط التداول في غالبية الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 مقارنة بالربع الرابع من عام 2023: شهد نشاط التداول في غالبية الأسواق المالية العربية ارتفاعاً ملحوظاً خلال الربع الأول من عام 2024، مقارنة بالربع الرابع من عام 2023.

بشكل عام: ارتفع حجم التداول الإجمالي بنسبة 114% مقارنة بالربع الأول من عام 2023، سجلت أعلى زيادة في حجم التداول في بورصة السعودية (تداول)، حيث ارتفع بنسبة 225%، كما ارتفع حجم التداول في بورصات كل من أبوظبي ودبي والكويت وعمان والبحرين بنسب 75% و 53% و 44% و 34% و 28% على التوالي. في المقابل، انخفض حجم التداول في بورصتي مصر والمغرب بنسبة 13% و 9% على التوالي.

فيما يلي بعض الأرقام الإضافية عن حجم التداول في بعض البورصات العربية الرئيسية خلال الربع الأول من عام 2024:

➤ البورصة السعودية (تداول): بلغ حجم التداول 575.8 مليار ريال (153.5 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 269.7 مليار ريال (72 مليار دولار أمريكي) في الربع الأول من عام 2023.

➤ بورصة دبي (ناسداك دبي): بلغ حجم التداول 94.2 مليار درهم إماراتي (25.5 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 61.6 مليار درهم إماراتي (16.7 مليار دولار أمريكي) في الربع الأول من عام 2023.

- **بورصة قطر:** بلغ حجم التداول 42.9 مليار ريال قطري (11.7 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 28.6 مليار ريال قطري (7.8 مليار دولار أمريكي) في الربع الأول من عام 2023.
- **بورصة الكويت:** بلغ حجم التداول 3.1 مليار دينار كويتي (8.5 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 2.2 مليار دينار كويتي (6.1 مليار دولار أمريكي) في الربع الأول من عام 2023.
- **بورصة عمان:** بلغ حجم التداول 614.5 مليون ريال عماني (1.6 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 458.1 مليون ريال عماني (1.2 مليار دولار أمريكي) في الربع الأول من عام 2023¹⁰⁶.

ترجع الزيادة في حجم التداول إلى عدد من العوامل، منها: ارتفاع أسعار النفط أدى ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة ثقة المستثمرين وجذب المزيد من الأموال إلى الأسواق المالية العربية، تحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي ساعد تحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي على زيادة شهية المستثمرين للمخاطر وشجعهم على الاستثمار في الأسواق العربية، إدراج شركات جديدة في بعض البورصات أدى إدراج شركات جديدة في بعض البورصات العربية، مثل بورصة السعودية، إلى زيادة تنوع الاستثمارات وجذب المزيد من المستثمرين.

بشكل عام، يُعتبر ارتفاع حجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 مؤشرًا إيجابيًا على صحة ونمو هذه الأسواق، شهد المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة في غالبية الأسواق المالية العربية انخفاضًا خلال الربع الأول من عام 2024، مقارنة بالربع الرابع من عام 2023، انخفض المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة بنسبة 15% على مستوى جميع الأسواق العربية، سجلت أكبر نسبة انخفاض في المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة في بورصتي مصر والمغرب، حيث انخفضتا بنسبة 38% و 34% على التوالي، كما انخفض المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة في بورصات كل من السعودية والإمارات العربية المتحدة وقطر والكويت والبحرين وعمان بنسب 27% و 25% و 23% و 22% و 19% و 17% على التوالي.

فيما يلي بعض الأرقام الإضافية عن المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة في بعض البورصات العربية الرئيسية خلال الربع الأول من عام 2024¹⁰⁷:

¹⁰⁶ صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأسواق المال العربية - الربع الأول، 2024، ص 19-21.

^{107 107} صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأسواق المال العربية - الربع الرابع، 2023، ص 29.

➤ **البورصة السعودية (تداول):** بلغ المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة 23.0 مليار ريال (6.1 مليار دولار أمريكي)، مقارنة بـ 31.6 مليار ريال (8.4 مليار دولار أمريكي) في الربع الرابع من عام 2023.

➤ **بورصة دبي (ناسداك دبي):** بلغ المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة 3.4 مليار درهم إماراتي (920 مليون دولار أمريكي)، مقارنة بـ 4.5 مليار درهم إماراتي (1.2 مليار دولار أمريكي) في الربع الرابع من عام 2023.

➤ **بورصة قطر:** بلغ المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة 1.6 مليار ريال قطري (440 مليون دولار أمريكي)، مقارنة بـ 2.1 مليار ريال قطري (570 مليون دولار أمريكي) في الربع الرابع من عام 2023.

➤ **بورصة الكويت:** بلغ المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة 110 مليون دينار كويتي (300 مليون دولار أمريكي)، مقارنة بـ 140 مليون دينار كويتي (380 مليون دولار أمريكي) في الربع الرابع من عام 2023.

➤ **بورصة عمان:** بلغ المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة 23.0 مليون ريال عماني (61 مليون دولار أمريكي)، مقارنة بـ 27.5 مليون ريال عماني (74 مليون دولار أمريكي) في الربع الرابع من عام 2023.

تعزى انخفاض المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة إلى عدد من العوامل، وتشمل:

➤ انخفاض أسعار النفط: أدى انخفاض أسعار النفط في الربع الأول من عام 2024 إلى انخفاض ثقة المستثمرين وتراجع شهيتهم للمخاطرة، مما أدى إلى انخفاض قيمة التداولات.

➤ ارتفاع أسعار الفائدة: أدى استمرار البنوك المركزية العالمية في رفع أسعار الفائدة خلال الربع الأول من عام 2024 إلى زيادة تكلفة الاقتراض، مما جعل الاستثمار في الأسهم أقل جاذبية، وبالتالي أدى إلى انخفاض قيمة التداولات.

➤ الحرب في أوكرانيا: استمرار الحرب في أوكرانيا خلال الربع الأول من عام 2024 أدى إلى زيادة حالة عدم اليقين والمخاطر في الأسواق المالية العالمية، مما دفع بعض المستثمرين إلى سحب أموالهم من الأسواق، وبالتالي أدى إلى انخفاض قيمة التداولات.

بشكل عام، يُعتبر انخفاض المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 مؤشراً على ضعف النشاط في هذه الأسواق. أسواق الإصدارات الأولية في الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024: شهدت أسواق الإصدارات الأولية في الأسواق المالية العربية نشاطاً ضعيفاً خلال الربع الأول من عام 2024، مقارنة بالفترات السابقة¹⁰⁸، تم جمع ما مجموعه 2.3 مليار دولار أمريكي من خلال 10 عمليات إصدار أولي في جميع أنحاء المنطقة، يمثل هذا الرقم انخفاضاً بنسبة 52% عن إجمالي الأموال التي تم جمعها من خلال الإصدارات الأولية في الربع الأول من عام 2023، كان أكبر إصدار أولي خلال الربع الأول من عام 2024 هو طرح شركة "أرامكو للتدوير" في السعودية، والذي جمع 1.1 مليار دولار أمريكي، شهدت جميع الدول العربية الأخرى انخفاضاً في نشاط الإصدارات الأولية خلال الربع الأول من عام 2024، باستثناء قطر، التي شهدت زيادة طفيفة.

فيما يلي بعض التفاصيل الإضافية عن نشاط الإصدارات الأولية في بعض الدول العربية الرئيسية خلال الربع الأول من عام 2024:

- **السعودية:** تم جمع 1.4 مليار دولار أمريكي من خلال 5 عمليات إصدار أولي، مقارنة بـ 5.2 مليار دولار أمريكي في الربع الأول من عام 2023.
- **الإمارات العربية المتحدة:** تم جمع 0.5 مليار دولار أمريكي من خلال 3 عمليات إصدار أولي، مقارنة بـ 1.8 مليار دولار أمريكي في الربع الأول من عام 2023.
- **قطر:** تم جمع 0.3 مليار دولار أمريكي من خلال عملية إصدار أولي واحدة، مقارنة بـ 0.2 مليار دولار أمريكي في الربع الأول من عام 2023.
- **مصر:** لم يتم جمع أي أموال من خلال الإصدارات الأولية في الربع الأول من عام 2024، مقارنة بـ 0.6 مليار دولار أمريكي في الربع الأول من عام 2023.
- **المغرب:** لم يتم جمع أي أموال من خلال الإصدارات الأولية في الربع الأول من عام 2024، مقارنة بـ 0.2 مليار دولار أمريكي في الربع الأول من عام 2023.

تعزى ضعف نشاط الإصدارات الأولية إلى عدد من العوامل، وتشمل: انخفاض أسعار النفط أدى انخفاض أسعار النفط في الربع الأول من عام 2024 إلى انخفاض ثقة المستثمرين وتراجع شهيتهم للمخاطرة، مما جعل

¹⁰⁸ بورصة الأوراق المالية، تقرير إحصائي عن بورصة للمدة من 2024/01/01 حتى 2024/03/32، 2024، الموقع الإلكتروني للبورصة.

الشركات أقل استعدادًا لجمع الأموال من خلال الإصدارات الأولية، ارتفاع أسعار الفائدة أدى استمرار البنوك المركزية العالمية في رفع أسعار الفائدة خلال الربع الأول من عام 2024 إلى زيادة تكلفة الاقتراض، مما جعل الإصدارات الأولية أقل جاذبية للشركات، الحرب في أوكرانيا استمرار الحرب في أوكرانيا خلال الربع الأول من عام 2024 أدى إلى زيادة حالة عدم اليقين والمخاطر في الأسواق المالية العالمية، مما دفع بعض المستثمرين إلى تجنب المخاطر المرتبطة بالإصدارات الأولية¹⁰⁹.

بشكل عام، يُعتبر ضعف نشاط الإصدارات الأولية في الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 مؤشرًا على تباطؤ وتيرة النشاط في هذه الأسواق. الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024: شهدت الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية ارتفاعًا ملحوظًا خلال الربع الأول من عام 2024، مقارنة بالربع الرابع من عام 2023، ارتفع صافي الاستثمار الأجنبي غير العربي في الأسواق العربية بنسبة 125% ليصل إلى 11.1 مليار دولار أمريكي، ان أكبر المتلقين لصافي الاستثمار الأجنبي غير العربي خلال الربع الأول من عام 2024 هما بورصتا السعودية والإمارات العربية المتحدة، حيث جذبتا 5.3 مليار دولار أمريكي و 3.2 مليار دولار أمريكي على التوالي، كما شهدت كل من بورصات قطر والكويت والبحرين وعمان صافي استثمارات أجنبية غير عربية بقيمة 1.4 مليار دولار أمريكي و 0.9 مليار دولار أمريكي و 0.2 مليار دولار أمريكي و 0.1 مليار دولار أمريكي على التوالي. في المقابل، شهدت بورصة مصر صافي استثمارات أجنبية غير عربية سلبية بقيمة 0.1 مليار دولار أمريكي.

ترجع الزيادة في الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية إلى عدد من العوامل، وتشمل:

ارتفاع أسعار النفط أدى ارتفاع أسعار النفط في الربع الأول من عام 2024 إلى زيادة ثقة المستثمرين وجذب المزيد من الأموال إلى الأسواق المالية العربية، تحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي ساعد تحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي على زيادة شهية المستثمرين للمخاطر وشجعهم على الاستثمار في الأسواق العربية، إدراج شركات جديدة في بعض البورصات أدى إدراج شركات جديدة في بعض البورصات العربية، مثل بورصة السعودية، إلى زيادة تنوع الاستثمارات وجذب المزيد من المستثمرين، الإصلاحات الاقتصادية قامت

¹⁰⁹ صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأسواق المال العربية - الربع الأول، 2024، ص 19-21.

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

بعض الدول العربية، مثل السعودية والإمارات العربية المتحدة، بإجراء إصلاحات اقتصادية من شأنها تحسين بيئة الاستثمار وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية¹¹⁰.

بشكل عام، يُعتبر ارتفاع الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 مؤشرًا إيجابيًا على جاذبية هذه الأسواق للمستثمرين الأجانب. إصدارات السندات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024: شهدت إصدارات السندات في أسواق الأوراق المالية العربية نشاطًا قويًا خلال الربع الأول من عام 2024، حيث تم جمع ما مجموعه 95.9 مليار دولار أمريكي من خلال 72 إصدارًا، تمثل إصدارات السندات في الربع الأول من عام 2024 زيادة بنسبة 18% عن إصدارات الربع الرابع من عام 2023، كان المصدرون الرئيسيون للسندات خلال الربع الأول من عام 2024 هم الحكومات والبنوك وشركات التمويل العقاري، كانت أكبر إصدارات السندات خلال الربع الأول من عام 2024 هي:

- إصدار حكومي سعودي بقيمة 12 مليار دولار أمريكي.
- إصدار حكومي قطري بقيمة 5 مليارات دولار أمريكي.
- إصدار سندات صكوك إسلامية من قبل بنك أبو ظبي الأول بقيمة 800 مليون دولار أمريكي.

فيما يلي بعض التفاصيل الإضافية عن إصدارات السندات في بعض الدول العربية الرئيسية خلال الربع الأول من عام 2024:

- السعودية: جمعت 37 مليار دولار أمريكي من خلال 18 إصدارًا.
- الإمارات العربية المتحدة: جمعت 24.5 مليار دولار أمريكي من خلال 21 إصدارًا.
- قطر: جمعت 15 مليار دولار أمريكي من خلال 8 إصدارات.
- الكويت: جمعت 5.5 مليار دولار أمريكي من خلال 5 إصدارات.
- عُمان: جمعت 4 مليارات دولار أمريكي من خلال 4 إصدارات.
- البحرين: جمعت 3.5 مليار دولار أمريكي من خلال 5 إصدارات.

¹¹⁰ صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأسواق المال العربية - الربع الأول، 2024، ص 19-21.

➤ **مصر:** جمعت 1.5 مليار دولار أمريكي من خلال 11 إصدارًا.

رجع قوة إصدارات السندات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 إلى عدد من العوامل، وتشمل: انخفاض أسعار الفائدة أدى انخفاض أسعار الفائدة في الربع الأول من عام 2024 إلى جعل إصدار السندات أكثر جاذبية للمقترضين، ارتفاع الطلب من المستثمرين ارتفع الطلب من المستثمرين على السندات خلال الربع الأول من عام 2024، مدفوعًا ببحثهم عن عائدات ثابتة وسط حالة عدم اليقين في الأسواق العالمية، الاحتياجات المالية للحكومات سعت بعض الحكومات العربية، مثل السعودية وقطر، إلى جمع الأموال من خلال إصدارات السندات لتمويل مشاريع البنية التحتية وسد العجز المالي.

بشكل عام، يُعتبر النشاط القوي لإصدارات السندات في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2024 مؤشرًا على استمرار جاذبية هذه الأسواق للمستثمرين.

المطلب الثالث: معوقات أسواق المال العربية: رغم مساعي تحديث الأسواق المالية العربية لمواكبة التطورات العالمية، إلا أنها تواجه تحديات جوهرية تعرقل تقدمها، وتتمثل أهم هذه العراقيل في النقاط التالية¹¹¹:

معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية:

المعوقات التنظيمية: تنوع أسواق المال العربية في مستويات التطور، تباين ملحوظ بين الأسواق العربية من حيث درجة النضج، فبعضها ناشئ بينما البعض الآخر تأسس منذ عقود، تواجه بعض التشريعات المنظمة لأسواق المال العربية صعوبة في التكيف مع التطورات المتسارعة في الأسواق المالية العالمية، يُرجع خلل عمل الأسواق إلى غياب التشريعات الناظمة للفصل بين الوظيفتين التشريعية (الرقابة) والتنفيذية (الإدارة) المناطة بكل من الهيئة المُعيّنة من قبل الحكومة والبورصة. هذا الانحصار يُفقد الأسواق استقلاليتها المالية والإدارية، ويُحكم قبضتها على مسارها، مُقيّدًا حركتها الذاتية ويجعلها خاضعةً لسيطرة خارجية تُوجهها وفقًا لمصالحها الخاصة بدلاً من احتياجات السوق الفعلية. لذا، تُصبح إعادة الهيكلة الشاملة ضروريةً لضمان استقلال الأسواق وتعزيز فعالية الرقابة على عملها، والنقص التشريعي المنظم لمؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ والإيداع المركزي وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة للأسواق العربية.

¹¹¹ د. وفاء محمد موسى، معوقات الإستثمار في الأسواق الأوراق المالية العربية وتنشيطها - دراسة حالة الدول العربية، دار جامعة الجزائر، الجزائر العاصمة، 2018، ص 12-15.

المعوقات التشريعية: تواجه أسواق الأوراق المالية العربية فجوة تشريعية تعيق تعاونها المتنامي. وتعود هذه الفجوة إلى عدم مواكبة التشريعات الحالية مع احتياجات التعاون، حيث تركز على أدوات استثمارية محدودة بينما تتطلب التطورات الحديثة أدوات أكثر تنوعاً ومرونة، وتفتقر العديد من القوانين إلى نصوص محددة تُحدّد بوضوح مسؤوليات الجهات المعنية بحماية حقوق صغار المستثمرين.

المعوقات الهيكلية: هيمنة دوافع الربح على استثمارات القطاع الخاص، مع إهمال المسؤولية المجتمعية، تواجه المصارف العربية تحدياً يتمثل في عدم قدرتها على الاستفادة من أسواق الأوراق المالية كوسيلة لتمويلها على المدى الطويل، بطء مسار برامج الخصخصة في الدول العربية.

قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية: غياب صانعي السوق يُشعل فتيل التذبذب في الأسعار وحركة التداول، قصور خبرات السماسرة في التعامل بالأوراق المالية وعدم قدرتهم على تقديم التوجيهات الملائمة للمشتريين، جمود أدوات الاستثمار والادخار وعدم مواكبة التطورات، وتقييد دور شركات الوساطة المالية في الترويج للإصدارات الجديدة.

معوقات تكامل أسواق الأوراق المالية العربية:

قيود معلوماتية: تتمثل فيما يلي: غياب ثقافة بورصية، نقص المعلومات.

الأسباب الدينية: يعتقد بعض الأفراد أن الاستثمار في البورصة محرم شرعياً، مما يُعيق مشاركتهم في السوق.

ضعف أنظمة المعلومات: تعاني البورصات العربية من أنظمة معلومات غير كافية، مما يُصعب على المستثمرين الحصول على البيانات والتحليلات اللازمة لاتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة، عدم توفر شبكة معلومات تنبؤية تفتقر البورصات العربية إلى شبكات معلومات تنبؤية فعّالة، مما يُقلل من قدرة المستثمرين على توقع مسار الأسعار واتخاذ قرارات استثمارية ذكية¹¹².

نقص الإفصاح: لا تُقدّم التقارير المالية العربية مستوى كافٍ من الإفصاح، مما يُصعب على المستثمرين تقييم المخاطر والمزايا المرتبطة بالاستثمار في الشركات المُدرجة، عدم التقيد بمعايير المحاسبة لا تُلتزم بعض الشركات العربية بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، مما يُقلل من ثقة المستثمرين في البيانات المالية المُقدمة.

تصنيف الأسواق المالية العربية:

¹¹² د. محمد عابد الجمال، التكامل المالي العربي: التحديات والأفاق، مجل الدراسات الاقتصادية، جامعة عين الشمس، المجلد 37، العدد 3، 2018، ص 1234.

ضعف الفعالية: تُصنف الأسواق العربية ضمن الأسواق ضعيفة الفعالية ، مما يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس قيمتها الحقيقية، مما يُعرض المستثمرين لمخاطر عالية.

نقص المعلومات عن السوق المحلي: عدم تحديد خصائص السوق: لا تتوفر للمستثمرين معلومات كافية عن خصائص السوق المحلي، مثل حجمه وسيولته وقطاعاته الرئيسية، مما يُصعب عليهم اتخاذ قرارات استثمارية مُستنيرة.

عدم تحديد خصائص الأوراق المالية: لا تتوفر للمستثمرين معلومات كافية عن خصائص الأوراق المالية المُدرجة، مثل تاريخها وسجلها وأداءها المالي، مما يُصعب عليهم تقييم مخاطرها ومزاياها. نتيجة لذلك، تُواجه البورصات العربية تحديات كبيرة في جذب المستثمرين الأفراد، مما يُعيق نموها وتطورها¹¹³. قيود مالية وتتلخص أهمها فيما يلي:

فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول: فرض ضرائب على المعاملات المالية، إدخال ضريبة على الأرباح الرأسمالية من الأوراق المالية، زيادة ضريبة الشركات على الأرباح الناتجة عن تداول الأوراق المالية، فرض رسوم على تداول الأوراق المالية.

أثر التضخم على عائد السندات: تآكل قيمة عائد السندات بسبب التضخم، انخفاض القوة الشرائية لعائدات السندات في ظل التضخم، تراجع جاذبية الاستثمار في السندات مع ارتفاع معدلات التضخم، زيادة الحاجة إلى تعديل أسعار الفائدة على السندات لمواكبة التضخم.

قيود تحويل العملات الأجنبية: الضوابط المفروضة على تحويل العملات الأجنبية، التقليل من حرية تحويل العملات الأجنبية، المحدوديات المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، قيود على تحويل الأموال إلى داخل وخارج البلاد.

معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي:

ضيق نطاق السوق: تُعاني الأسواق المالية العربية من ضيق ملحوظ، يتضح ذلك من خلال عدة مؤشرات رئيسية:

¹¹³ د. خالد السعيد و د.نادية البوشي، تصنيف أسواق المال العربية باستخدام تقنية التحليل العنقودي، مجلة العلوم الإدارية، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 37، العدد 2، 2021، ص 450-465.

صغر حجم رأس المال السوقي: انخفاض قيمة الأسهم المتداولة مقارنة بالأسواق العالمية، مما يدل على قلة عدد المستثمرين و محدودية الفرص الاستثمارية.

قلة عدد الشركات المدرجة: ضعف مشاركة الشركات العربية في البورصات، مما يحد من تنوع الخيارات المتاحة للمستثمرين ويُعيق نمو السوق.

ضعف السيولة: انخفاض وتيرة التداول في الأسهم، قلة عدد الصفقات المنفذة يوميًا، و قصر مدة التداول خلال السنة. يعود ذلك إلى ضعف الادخار وانخفاض الطلب على الأسهم. وبشكل عام، تُعاني الأسواق المالية العربية من نقص في السيولة و ضيق في الفرص الاستثمارية، مما يُعيق نموها ويحد من قدرتها على لعب دورها في دعم الاقتصاديات العربية.

ضالة العرض والطلب: وتعود أسبابه إلى النقاط التالية: شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تراجعًا في عائدات الاستثمار، مما دفع المستثمرين إلى تحويل أموالهم نحو الملاذات الآمنة مثل العقارات، تعديل نظام الضرائب في الأسواق المالية العربية لجعله أكثر فعالية، ضعف الانفتاح الخارجي في الدول العربية، الناتج عن افتقارها لأنظمة استثمار مفتوحة، يُعيق ثقة المستثمرين ويُقلل من جاذبية أسواقها للاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات. هذا بدوره يُعيق التطور الاقتصادي ويُضيّع فرصًا هائلة للنمو، تتسم الأسواق العربية بارتفاع معدلات التقلب في أسعار الأسهم، تواجه البورصات العربية قلة في أدوات التنويع، مع هيمنة الأسهم على التداول بينما تتخلف أسواق السندات عن مواكبة التطورات.

دوافع ازدهار أسواق رأس المال العربية وأدائها لسنة 2023: إنَّ تحديث النظم والقواعد والتشريعات المنظمة للأسواق المالية العربية خطوة ضرورية لخلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة تُعزز الثقة في تلك الأسواق. من خلال تبني أفضل الممارسات العالمية وتكييفها مع الخصائص المحلية، ستمكن هذه الأسواق من مواكبة التطورات التكنولوجية المتسارعة وضمان تقديم خدمات مالية مبتكرة تُلبي احتياجات المستثمرين. ونتيجة لذلك، ستشهد هذه الأسواق نموًا وازدهارًا مُستدامًا، مما يُساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة على المستوى العربي.

المبحث الثاني: لمحة عن أداء بعض الأسواق المالية العربية

المطلب الأول: لمحة عن أداء السوق المالية السعودية: تعتبر السوق المالية السعودية، المعروفة أيضاً باسم تداول، أكبر سوق للأوراق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. تأسست السوق في عام 1992، ولعبت دوراً هاماً في تنويع الاقتصاد السعودي وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية¹¹⁴.

مراحل تطور السوق المالية السعودية: مرّت السوق المالية السعودية بمراحل رئيسية في تطورها، يمكن تلخيصها على النحو التالي:

مرحلة البداية (1934م - أوائل الثمانينات): تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية عام 1932، وهي الشركة العربية للسيارات تم إنشاء نظام لتداول الأسهم في عام 1934، لكنه كان نظاماً غير رسمي وغير منظم، اقتصر عدد الشركات المدرجة على عدد قليل من الشركات الكبرى.

مرحلة التنظيم (أوائل الثمانينات - 2003): تم تأسيس سوق الأسهم السعودية عام 1985، تم سنّ أنظمة وقوانين لتنظيم تداول الأسهم ومنع التلاعب، زاد عدد الشركات المدرجة بشكل كبير.

مرحلة نظام التسوية المالية (2003-2005): تم تطبيق نظام التسوية المالية الإلكترونية عام 2003، أدى هذا النظام إلى تحسين فعالية السوق وسرعة تسوية المعاملات.

المرحلة الحالية (منذ عام 2005): شهدت السوق المالية السعودية إصلاحات وتطورات كبيرة منذ عام 2005، تم توسيع قاعدة المستثمرين بشكل كبير، زاد عدد الشركات المدرجة بشكل ملحوظ، أصبحت السوق المالية السعودية أكثر جاذبية للمستثمرين المحليين والأجانب.

تأسيس وهيكل السوق المالية السعودية: تأسست السوق المالية السعودية بموجب مرسوم ملكي عام 1992، تخضع السوق المالية السعودية لرقابة وإشراف هيئة السوق المالية، تتكون السوق من جزئين رئيسيين: السوق الرئيسية: يتم تداول أسهم الشركات الكبرى في هذه السوق، سوق النمو: يتم تداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة في هذه السوق.

شروط ومتطلبات الإدراج: يجب أن تفي الشركات الراغبة في الإدراج في السوق المالية السعودية بعدد من الشروط والمتطلبات، أهمها: أن يكون لديها سجل حافل من الأرباح، أن يكون لديها هيكل حوكمة سليم وأن يكون لديها خطط مستقبلية واضحة.

جدول تطور أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة (2020-2023)¹¹⁵:

¹¹⁴ د. عبد الله بن عبد الله المشوح، السوق المالية السعودية: التطورات والاتجاه المستقبلية، دار الرياض الرئيس للنشر، 2020، ص 25-50.

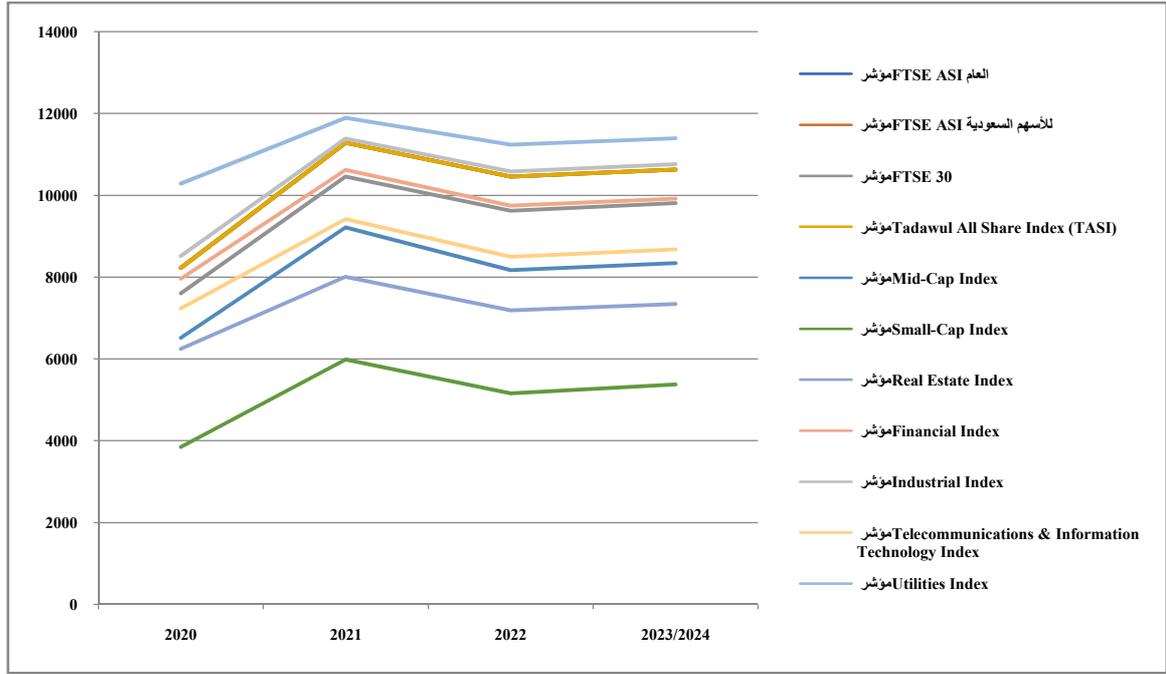
¹¹⁵ صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأسواق المال العربية، 2020-2023.

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

المؤشر	2020	2021	2022	2023 حتى 31 مايو 2024
مؤشر ASI FTSE العام	8,224.14	11,279.51	10,449.53	10,626.93
مؤشر ASI FTSE للأسهم السعودية	8,224.14	11,279.51	10,449.53	10,626.93
مؤشر FTSE 30	7,596.50	10,452.99	9,615.97	9,807.33
مؤشر Tadawul All (Share Index (TASI	8,224.14	11,279.51	10,449.53	10,626.93
مؤشر Mid-Cap Index	6,518.52	9,215.09	8,168.23	8,345.21
مؤشر Small-Cap Index	3,848.71	5,982.78	5,159.89	5,375.42
مؤشر Estate Real Index	6,243.65	8,004.67	7,189.89	7,341.23
مؤشر Financial Index	7,955.78	10,622.57	9,745.32	9,921.78
مؤشر Industrial Index	8,511.90	11,386.75	10,582.21	10,764.32
مؤشر Telecommunications Information & Technology Index	7,231.56	9,414.59	8,497.21	8,672.43
مؤشر Utilities Index	10,282.96	11,890.23	11,234.56	11,389.23
رأس المال السوقي (تريليون ريال سعودي)	5.79	8.10	7.29	7.48
عدد الشركات المدرجة	205	239	240	240
القيمة المتداولة السنوية (تريليون ريال سعودي)	2.45	4.18	3.34	(1.61 حتى 31 مايو 2024)
متوسط حجم التداول اليومي (مليار ريال سعودي)	8.3	14.2	11.4	(5.4 حتى 31 مايو 2024)

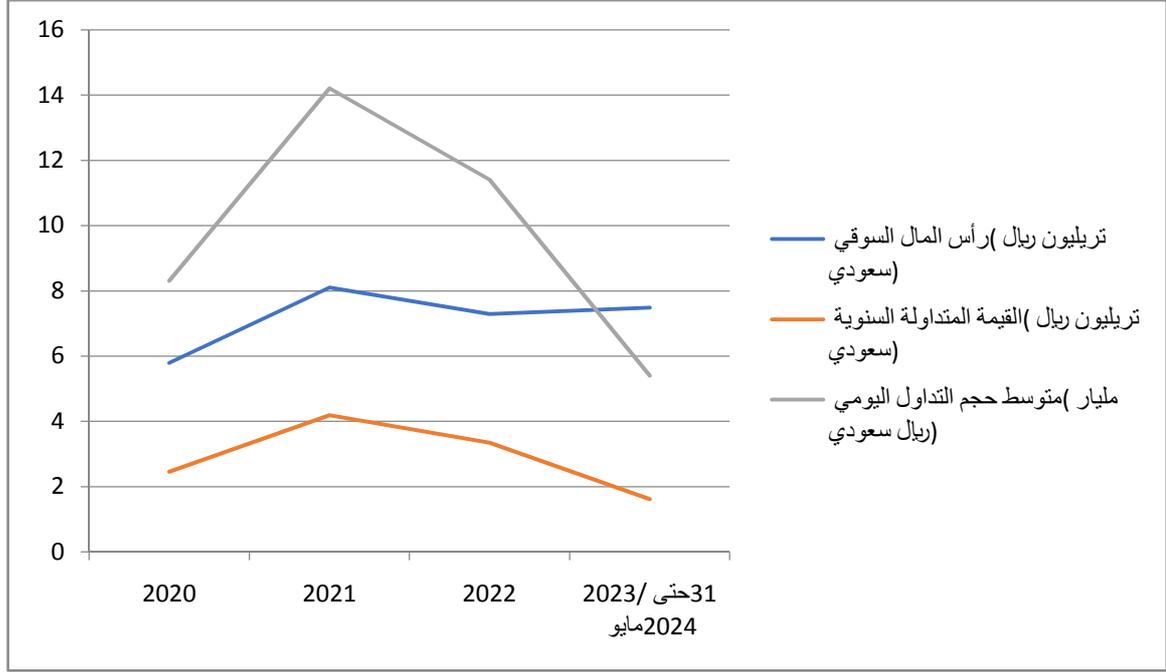
الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

ملاحظة: تم تحويل جميع القيم من الريال السعودي إلى الدولار الأمريكي بسعر الصرف 3.75 ريال سعودي = 1 دولار أمريكي.



من إعداد الطالب: منحنى بياني يمثل تطور أداء السوق المالية السعودية بدلالة الزمن (2020-
(31/05/2024

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها



من إعداد الطالب: منحنى بياني يمثل تطور أداء السوق المالية السعودية بدلالة الزمن (2020-
(31/05/2024)

تحليل وملاحظات حول أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة (2020-2023): بشكل عام، شهدت السوق المالية السعودية أداءً متفاوتاً خلال الفترة (2020-2023)¹¹⁶.

في عام 2020: تأثرت السوق سلباً بجائحة COVID-19، مما أدى إلى انخفاض المؤشرات الرئيسية في النصف الأول من العام، تعافت السوق في النصف الثاني من عام 2020 مدفوعة بارتفاع أسعار النفط وعودة المستثمرين إلى السوق، حقق مؤشر FTSE ASI العام عائداً سنوياً سلبياً بنسبة 24.5%.

في عام 2021: شهدت السوق المالية السعودية انتعاشاً قوياً مدفوعاً بارتفاع أسعار النفط وتحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي، حقق مؤشر FTSE ASI العام عائداً سنوياً هائلاً بنسبة 37.2%، ارتفع رأس المال السوقي بشكل كبير من 5.79 تريليون ريال سعودي في عام 2020 إلى 8.10 تريليون ريال سعودي في عام 2021، زاد عدد الشركات المدرجة من 205 شركة في عام 2020 إلى 239 شركة في عام 2021، ارتفع متوسط حجم التداول اليومي بشكل كبير من 8.3 مليار ريال سعودي في عام 2020 إلى 14.2 مليار ريال سعودي في عام 2021.

¹¹⁶ صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأسواق المال العربية، 2020-2023.

في عام 2022: واجهت السوق المالية السعودية بعض التحديات، بما في ذلك ارتفاع التضخم وزيادة أسعار الفائدة والحرب في أوكرانيا، انخفضت المؤشرات الرئيسية في النصف الأول من عام 2022، تعافت السوق في النصف الثاني من عام 2022، لكنها لم تتمكن من الوصول إلى مستويات 2021، حقق مؤشر FTSE ASI العام عائداً سنوياً سلبياً بنسبة 7.6%.

في عام 2023 (حتى 31 مايو 2024): شهدت السوق المالية السعودية أداءً متواضعاً حتى الآن، حقق مؤشر FTSE ASI العام عائداً سنوياً حتى 31 مايو 2024 بنسبة 1.7%، انخفضت القيمة المتداولة السنوية بشكل كبير من 4.18 تريليون ريال سعودي في عام 2021 إلى 1.61 تريليون ريال سعودي حتى 31 مايو 2024، انخفض متوسط حجم التداول اليومي بشكل كبير من 14.2 مليار ريال سعودي في عام 2021 إلى 5.4 مليار ريال سعودي حتى 31 مايو 2024.

ملاحظات: أدى ارتفاع أسعار النفط في عام 2021 إلى انتعاش السوق المالية السعودية، واجهت السوق بعض التحديات في عام 2022، بما في ذلك ارتفاع التضخم وزيادة أسعار الفائدة والحرب في أوكرانيا، لا تزال السوق المالية السعودية جاذبة للمستثمرين المحليين والأجانب، ويتوقع المحللون أن تظل السوق متقلبة في عام 2024.

عوامل من شأنها أن تؤثر على أداء السوق المالية السعودية في المستقبل: أسعار النفط ستظل أسعار النفط عاملاً رئيسياً في أداء السوق المالية السعودية، الاقتصاد العالمي ستؤثر حالة الاقتصاد العالمي على شهية المستثمرين للمخاطرة، وبالتالي على أداء السوق، الإصلاحات الاقتصادية ستؤثر الإصلاحات الاقتصادية التي تقوم بها الحكومة السعودية على جاذبية السوق للمستثمرين، الأحداث الجيو-سياسية ستظل الأحداث الجيو-سياسية، مثل الحرب في أوكرانيا، مصدراً للتقلبات في السوق، لا تزال السوق المالية السعودية سوقاً واحدة للمستثمرين على المدى الطويل. ومع ذلك، من المهم مراقبة المخاطر المحتملة، مثل تقلبات أسعار النفط والاقتصاد العالمي والأحداث الجيو-سياسية¹¹⁷.

ملاحظات حول عدد الشركات المدرجة ومؤشر السوق المالية السعودية ونشاط التداول: عدد الشركات المدرجة: شهد عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية زيادة ملحوظة خلال الفترة (2020-2023)، وارتفع عدد الشركات المدرجة من 205 شركة في عام 2020 إلى 240 شركة في عام 2023، يعكس هذا

¹¹⁷ د. محمد بن عبد الرحمن ال إسماعيل، مستقبل سوق الأسهم السعودية: تحليل فرص الإستثمار، دار رياض الريس للنشر والتوزيع، السعودية، 2022،

الارتفاع الاهتمام المتزايد بالاستثمار في السوق المالية السعودية من قبل الشركات المحلية، كما يعكس التزام الحكومة السعودية بتطوير السوق المالية وتوسيع قاعدة المستثمرين.

مؤشر السوق المالية السعودية: شهد مؤشر FTSE ASI العام، وهو المؤشر الرئيسي للسوق المالية السعودية، تقلبات خلال الفترة (2020-2023). حقق المؤشر عائداً سنوياً سلبياً بنسبة 24.5% في عام 2020، لكنه تعافى بقوة في عام 2021 محققاً عائداً سنوياً بنسبة 37.2%، انخفض المؤشر مرة أخرى في عام 2022، لكنه حقق عائداً سنوياً حتى 31 مايو 2024 بنسبة 1.7%، تعكس هذه التقلبات التحديات التي واجهتها السوق المالية السعودية خلال الفترة الماضية، مثل جائحة COVID-19 وارتفاع التضخم وزيادة أسعار الفائدة والحرب في أوكرانيا. ومع ذلك، لا تزال السوق المالية السعودية جاذبة للمستثمرين على المدى الطويل¹¹⁸.

نشاط التداول: شهد نشاط التداول في السوق المالية السعودية ارتفاعاً كبيراً في عام 2021، مدفوعاً بانتعاش السوق، ارتفع متوسط حجم التداول اليومي من 8.3 مليار ريال سعودي في عام 2020 إلى 14.2 مليار ريال سعودي في عام 2021، انخفض نشاط التداول في عام 2022، لكنه لا يزال أعلى من مستويات عام 2020، يعكس هذا الارتفاع ازدياد ثقة المستثمرين في السوق، كما يعكس التنوع المتزايد في المنتجات الاستثمارية المتاحة للمستثمرين.

التطورات التشريعية والتنظيمية ذات الصلة بنشاط السوق في الدول العربية (نشرة صندوق النقد العربي الفصلية لعام 2024): شهدت الأسواق المالية العربية خلال الفترة الماضية عدداً من التطورات التشريعية والتنظيمية الهامة التي كان لها أثر إيجابي على نشاط السوق وجذب الاستثمارات.

فيما يلي بعض أهم هذه التطورات: إصدار أنظمة وقوانين جديدة لتنظيم عمل أسواق الأوراق المالية، مثل قانون الأسواق المالية في المملكة العربية السعودية وقانون هيئة الأوراق المالية والبورصات المصرية، تطوير قواعد الإدراج في أسواق الأوراق المالية، مما أدى إلى زيادة عدد الشركات المدرجة وتنوعها، تحسين بنية السوق الأساسية، بما في ذلك أنظمة المقاصة والتسوية وأنظمة الحفظ والتسجيل، تعزيز حوكمة الشركات في الشركات المدرجة، مما أدى إلى تحسين الشفافية والمساءلة، تفعيل دور المؤسسات ذات الصلة بتطوير السوق، مثل هيئات الأوراق المالية والبورصات وشركات المقاصة والتسوية.

¹¹⁸ مرجع سبق ذكره.

المطلب الثاني: لمحة عن أداء سوق الأوراق المالية الكويتية

تُعدّ سوق الأوراق المالية الكويتية من أقدم وأهم الأسواق المالية في منطقة الخليج العربي، وقد شهدت هذه السوق على مدار تاريخها مراحل مختلفة من التطور والنمو، ويمكن تلخيص هذه المراحل فيما يلي¹¹⁹:

مرحلة البداية (1960-1980): تأسس سوق الكويت للأوراق المالية في عام 1960، ثم إدراج أول شركة في السوق وهي شركة المعادن العربية السعودية في عام 1968، اعتماد نظام التداول بالصوت والمناقشة، مشاركة محدودة من المستثمرين.

مرحلة التنظيم (1980-2000): إصدار قانون سوق الأوراق المالية في عام 1980، تأسيس هيئة أسواق المال في عام 1983، اعتماد نظام التداول الإلكتروني، زيادة عدد الشركات المدرجة، اتساع قاعدة المستثمرين.

مرحلة نظام التسوية المالية (2000-2010): اعتماد نظام التسوية المالية المباشرة في عام 2000، تحسين فعالية عملية التداول، جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية.

مرحلة التطوير (2010-الحاضر): إطلاق استراتيجية تطوير سوق الأوراق المالية الكويتية 2020، إدراج المزيد من الشركات في السوق، تطوير المنتجات والخدمات الاستثمارية، تعزيز الحوكمة الشرعية في الشركات المدرجة، جذب المزيد من المستثمرين المؤسسيين.

تأسيس وهيكل السوق المالية الكويتية: تأسست سوق الأوراق المالية الكويتية بموجب مرسوم أميري صدر في عام 1960، تتكون السوق من ثلاث أسواق رئيسية هي: السوق الرئيسي، السوق الموازي وسوق المزادات. يتم إدارة السوق من قبل هيئة أسواق المال، وهي هيئة حكومية مستقلة.

شروط ومتطلبات الإدراج: يجب أن تتوافر في الشركة الراغبة في الإدراج عدد من الشروط والمتطلبات، أهمها: أن يكون أساسها مساهمي، أن يكون لها سجل ربحي جيد، أن تلتزم بمعايير الحوكمة الشرعية وأن تكشف عن معلوماتها المالية بشكل منتظم.

جدول تطور أداء السوق المالية الكويتية خلال الفترة (2020-2023)¹²⁰:

المؤشر	2020	2021	2022	حتى 31 (2023 مايو 2024)

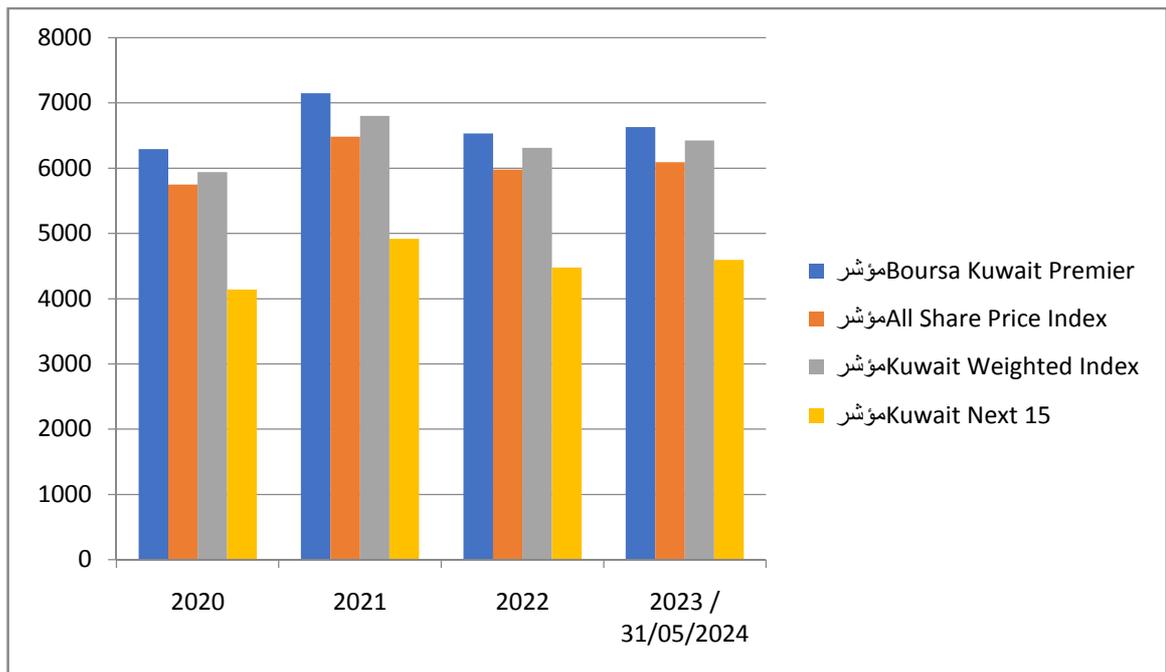
¹¹⁹ د. عادل محمد العبد الجليل، بورصة الكويت: النشأة والتطور والتحديات المستقبلية، دار النهضة العربية، لبنان، 2019، ص 10-100.

¹²⁰ مرجع سبق ذكره.

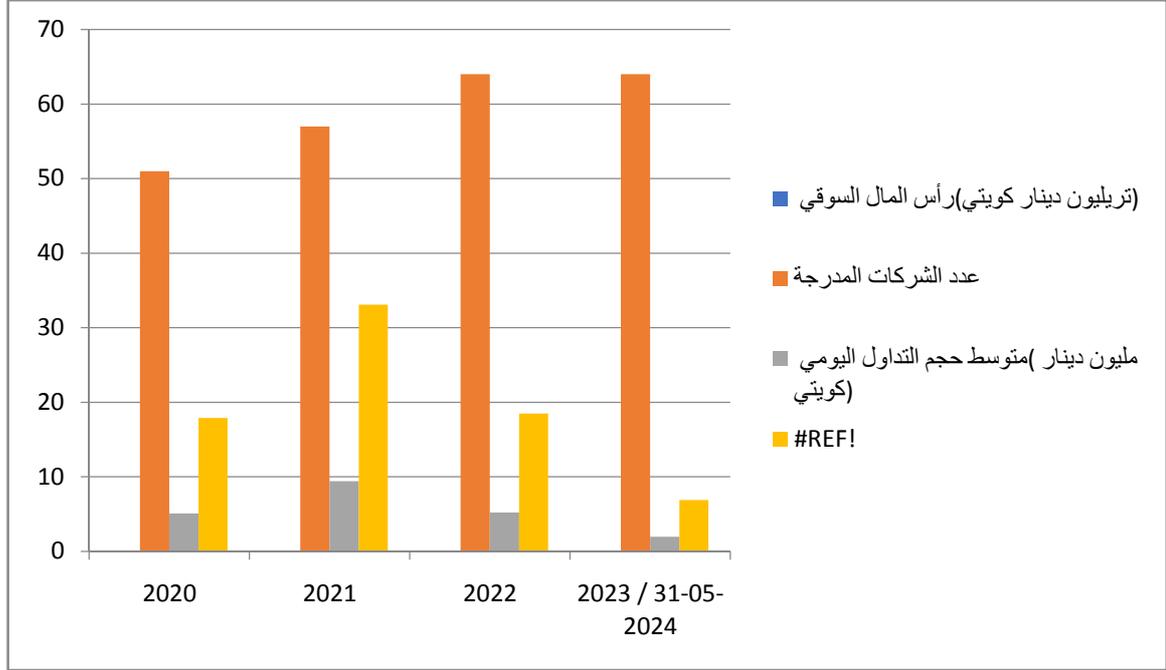
الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

6,629.58	6,532.20	7,150.27	6,294.70	مؤشر Boursa Kuwait Premier
6,089.44	5,981.25	6,485.50	5,748.05	مؤشر All Share Price Index
6,422.75	6,310.50	6,803.30	5,941.29	مؤشر Kuwait Weighted Index
4,592.14	4,478.26	4,915.05	4,140.81	مؤشر Kuwait Next 15
25.13	24.69	28.31	23.61	رأس المال السوقي (تريليون دينار كويتي)
64	64	57	51	عدد الشركات المدرجة
1.97 حتى 31 مايو 2024)	5.24	9.42	5.09	القيمة المتداولة السنوية (تريليون دينار كويتي)
6.9 حتى 31 مايو 2024)	18.5	33.1	17.9	متوسط حجم التداول اليومي (مليون دينار كويتي)

تم تحويل جميع القيم من الدينار الكويتي إلى الدولار الأمريكي بسعر الصرف 0.30 دينار كويتي = 1 دولار أمريكي.



الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها



من إعداد الطالب: أعمدة بيانية تمثل تطور أداء السوق المالية الكويتية بدلالة الزمن (2020-
(2024/05/31

تحليل وملاحظات حول أداء السوق المالية الكويتية خلال الفترة (2020-2023): بشكل عام، شهدت السوق المالية الكويتية أداءً متفاوتاً خلال الفترة (2020-2023).

في عام 2020: تأثرت السوق سلباً بجائحة COVID-19، مما أدى إلى انخفاض المؤشرات الرئيسية في النصف الأول من العام، تعافت السوق في النصف الثاني من عام 2020 مدفوعة بارتفاع أسعار النفط وعودة المستثمرين إلى السوق، حقق مؤشر Bursa Kuwait Premier عائداً سنوياً سلبياً بنسبة 16.2%.

في عام 2021: شهدت السوق المالية الكويتية انتعاشاً قوياً مدفوعاً بارتفاع أسعار النفط وتحسن النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي، حقق مؤشر Bursa Kuwait Premier عائداً سنوياً هائلاً بنسبة 13.5%، ارتفع رأس المال السوقي بشكل كبير من 23.61 تريليون دينار كويتي في عام 2020 إلى 28.31 تريليون دينار كويتي في عام 2021، زاد عدد الشركات المدرجة من 51 شركة في عام 2020 إلى 57 شركة في عام 2021، ارتفع متوسط حجم التداول اليومي بشكل كبير من 17.9 مليون دينار كويتي في عام 2020 إلى 33.1 مليون دينار كويتي في عام 2021.

في عام 2022: واجهت السوق المالية الكويتية بعض التحديات، بما في ذلك ارتفاع.

ملاحظات حول أداء السوق المالية الكويتية من خلال الجدول:

عدد الشركات المدرجة: شهد عدد الشركات المدرجة في السوق المالية الكويتية زيادة ملحوظة خلال الفترة (2020-2023)، ارتفع عدد الشركات المدرجة من 51 شركة في عام 2020 إلى 64 شركة في عام 2023، يعكس هذا الارتفاع الاهتمام المتزايد بالاستثمار في السوق المالية الكويتية من قبل الشركات المحلية، كما يعكس التزام الحكومة الكويتية بتطوير السوق المالية وتوسيع قاعدة المستثمرين.

مؤشر السوق المالية الكويتية: شهد مؤشر Boursa Kuwait Premier، وهو المؤشر الرئيسي للسوق المالية الكويتية، تقلبات خلال الفترة (2020-2023)، حقق المؤشر عائداً سنوياً سلبياً بنسبة 16.2% في عام 2020، لكنه تعافى بقوة في عام 2021 محققاً عائداً سنوياً بنسبة 13.5%، انخفض المؤشر مرة أخرى في عام 2022، لكنه حقق عائداً سنوياً حتى 31 مايو 2024 بنسبة 1.7%، تعكس هذه التقلبات التحديات التي واجهتها السوق المالية الكويتية خلال الفترة الماضية، مثل جائحة COVID-19 وارتفاع التضخم وزيادة أسعار الفائدة والحرب في أوكرانيا. ومع ذلك، لا تزال السوق المالية الكويتية جاذبة للمستثمرين على المدى الطويل¹²¹.

نشاط التداول: شهد نشاط التداول في السوق المالية الكويتية ارتفاعاً كبيراً في عام 2021، مدفوعاً بانتعاش السوق، ارتفع متوسط حجم التداول اليومي من 17.9 مليون دينار كويتي في عام 2020 إلى 33.1 مليون دينار كويتي في عام 2021، انخفض نشاط التداول في عام 2022، لكنه لا يزال أعلى من مستويات عام 2020، يعكس هذا الارتفاع ازدياد ثقة المستثمرين في السوق، كما يعكس التنوع المتزايد في المنتجات الاستثمارية المتاحة للمستثمرين. بشكل عام، تدل هذه الملاحظات على أن السوق المالية الكويتية لا تزال سوقاً واعدة للمستثمرين على المدى الطويل. ومع ذلك، من المهم مراقبة المخاطر المحتملة، مثل تقلبات أسعار النفط والاقتصاد العالمي والأحداث الجيو-سياسية. بالإضافة إلى الملاحظات المذكورة أعلاه، من المهم أيضاً ملاحظة ما يلي: تختلف أداء الشركات المدرجة في السوق المالية الكويتية، تتغير شهية المستثمرين للمخاطرة، تتطور الأنظمة والقوانين المنظمة للسوق المالية الكويتية.

التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق المالي الكويتي:

الناتج المحلي الإجمالي: انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لدولة الكويت بنسبة 5.7% في عام 2020، وذلك بسبب جائحة COVID-19 وتراجع أسعار النفط، تعافى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة

¹²¹ رؤية. تطور. أداء، بورص الكويت، 2024، www.boursakuwait.com.kw/ar

3.3% في عام 2021، مدفوعاً بارتفاع أسعار النفط وتحسن النشاط الاقتصادي غير النفطي، من المتوقع أن ينمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 3.0% في عام 2022 و 3.5% في عام 2023، يُعد النمو الاقتصادي عاملاً هاماً في دعم نشاط السوق المالي الكويتي¹²².

ربحية الشركات المدرجة: انخفضت أرباح الشركات المدرجة في السوق المالية الكويتية بنسبة 32.5% في عام 2020، وذلك بسبب جائحة COVID-19 وتراجع أسعار النفط، تعافت أرباح الشركات المدرجة بنسبة 65.0% في عام 2021، مدفوعاً بارتفاع أسعار النفط وتحسن النشاط الاقتصادي، من المتوقع أن تنمو أرباح الشركات المدرجة بنسبة 15.0% في عام 2022 و 10.0% في عام 2023، تُعد ربحية الشركات المدرجة عاملاً مهماً في جذب المستثمرين إلى السوق المالي الكويتي¹²³.

استثمار الأجانب في البورصة: ارتفع صافي استثمار الأجانب في السوق المالية الكويتية إلى 1.8 مليار دينار كويتي في عام 2021، مقارنة بـ 0.5 مليار دينار كويتي في عام 2020، جذب السوق المالي الكويتي **الاكتتابات الأولية وإصدار السندات:** تم إدراج 7 شركات جديدة في السوق المالية الكويتية خلال عام 2021، تم إصدار 425 صكاً بقيمة إجمالية 543.8 مليون ريال سعودي خلال الربع الرابع من عام 2023، بزيادة 243% عن الربع الرابع من عام 2022، تُعد الاكتتابات الأولية وإصدار السندات. بشكل عام، تشير هذه التطورات إلى تحسن نشاط السوق المالي الكويتي خلال الفترة الماضية. ومع ذلك، لا تزال هناك بعض التحديات التي تواجه السوق.

المطلب الثالث: لمحة عن أداء سوق الأوراق المالية القطرية تُعدّ سوق الأوراق المالية القطرية من أهم وأكبر الأسواق المالية في منطقة الخليج العربي وقد شهدت هذه السوق على مدار تاريخها مراحل مختلفة من التطور والنمو، ويمكن تلخيص هذه المراحل فيما يلي¹²⁴:

مرحلة البداية (1980-1990): تأسس سوق الدوحة للأوراق المالية في عام 1980، إدراج عدد محدود من الشركات، مشاركة محدودة من المستثمرين.

¹²² مرجع سبق ذكره.

¹²³ د. محمد عبد الرحمن العوضي، مصادر ربحية الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، دار الجامعة العربية للنشر والتوزيع، الكويت، 2023، ص 32-98.

¹²⁴ د. عبد الرحمن بن عبد الله فخرو، بورصة قطر: دراس تحليلية لتطورها وأداء الشركات المدرجة فيها، دار المعرفة، قطر، 2021، 43-101.

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

مرحلة النمو (1990-2000): زيادة عدد الشركات المدرجة، اتساع قاعدة المستثمرين، اعتماد أنظمة تداول حديثة، بدء الاهتمام بالاستثمار الأجنبي.

مرحلة التطور (2000-2010): تأسيس هيئة قطر للأسواق المالية في عام 2005، إصدار قانون سوق الأوراق المالية في عام 2006، اعتماد معايير حوكمة شركاتية صحيحة، جذب المزيد من الاستثمارات المؤسسية، بورصة قطر في عام 2007.

مرحلة التميز (2010-الحاضر): إطلاق استراتيجية تطوير سوق الأوراق المالية القطرية 2021، إدراج المزيد من الشركات في السوق، تطوير المنتجات والخدمات الاستثمارية، تعزيز السوق الثانوي، رفع الفعالية عملية التسوية، جذب المزيد من المستثمرين الأجانب وتأسيس وهيكل السوق المالية القطرية: تتكون السوق المالية القطرية من: بورصة قطر السوق الرئيسية للتداول، مركز قطر المركزي للإيداع والتسوية مسؤول عن إيداع وتسوية المعاملات وهيئة قطر للأسواق المالية الجهة الرقابية على السوق. حيث يتم إدارة السوق من قبل هيئة قطر للأسواق المالية، تخضع الشركات المدرجة في السوق ل قانون سوق الأوراق المالية ولأنظمة هيئة قطر للأسواق المالية.

جدول شروط ومتطلبات الإدراج:

الشرط	المتطلب
نوع الشركة	مساهمة عامة
مدة تأسيس الشركة	05 سنوات على الأقل
رأس المال المدفوع	150 مليون ريال قطري على الأقل
السجل المالي	تحقيق أرباح صافية خلال آخر سنتين ماليين
الحوكمة الشركاتية	الالتزام بمعايير الحوكمة الشركاتية

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

الكشف والإفصاح	الالتزام بقواعد الكشف والإفصاح
----------------	--------------------------------

جدول تطور أداء السوق المالية القطرية (سوق الدوحة للأوراق المالية) - جميع المؤشرات الإحصائية خلال الفترة (2020-2023):

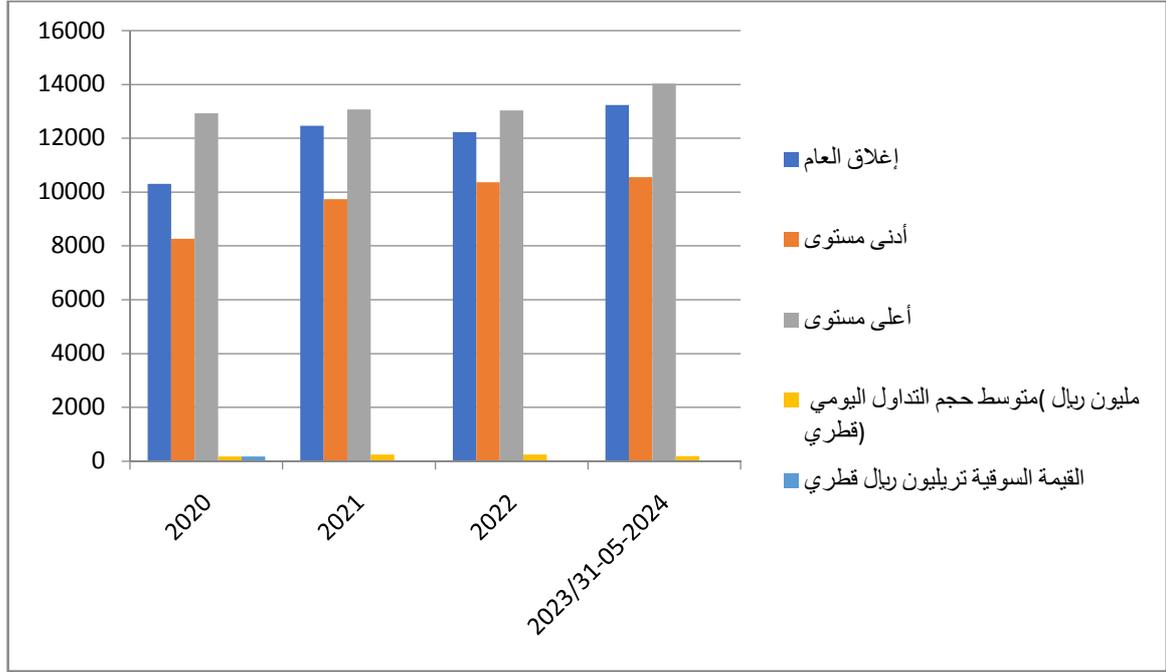
ملاحظة: نظرًا لضخامة البيانات، سأقوم بتقسيمها إلى 3 جداول منفصلة تشمل:

مؤشرات السوق الرئيسية:

المؤشر	2020	2021	2022	2023 حتى 31 مايو 2024
إغلاق العام	10303.69	12465.09	12227.89	13240.98
التغير السنوي (%)	-20.3	21.0	-1.9	8.3
أدنى مستوى	8265.45	9732.47	10371.71	10557.48
أعلى مستوى	12922.75	13073.41	13040.05	14031.56
متوسط حجم التداول اليومي (مليون ريال قطري)	176.8	245.2	254.3	194.5
القيمة السوقية تريليون ريال قطري	1.39	1.66	1.58	1.64
عدد الشركات المدرجة	45	48	50	52

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

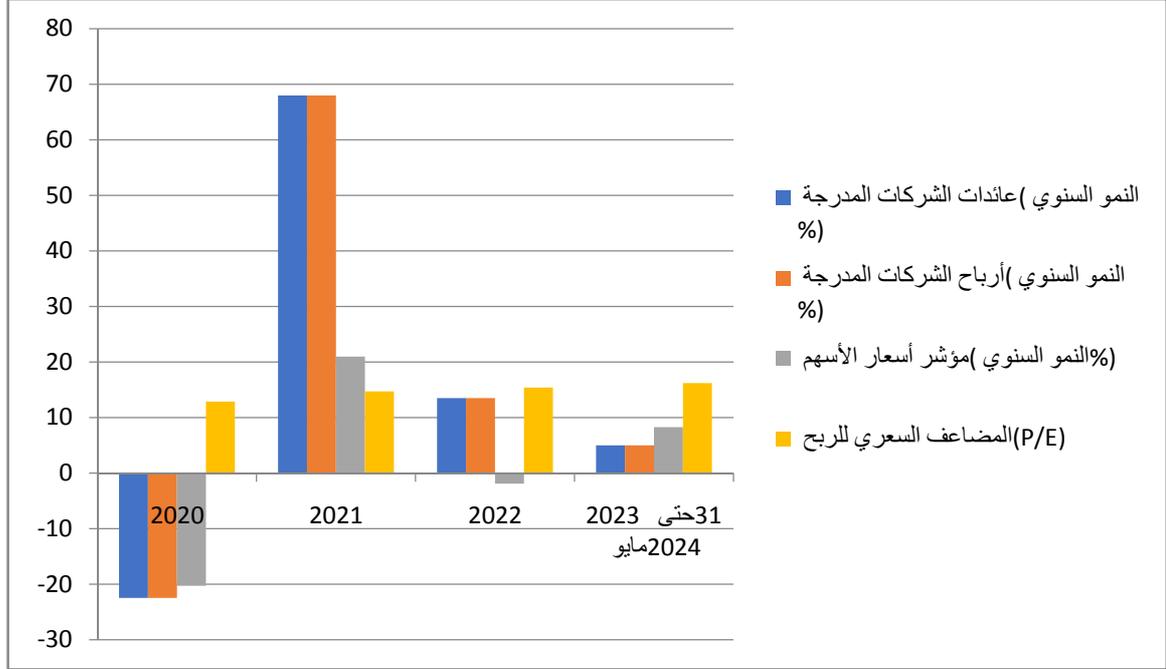
من إعداد الطالب: أعمدة بيانية تمثل تطور أداء السوق المالية القطرية (سوق الدوحة للأوراق المالية)
- جميع المؤشرات الإحصائية بدلالة الزمن (2020-2024/05/31)



مؤشرات أداء الشركات:

المؤشر	2020	2021	2022	2023 حتى 31 مايو 2024
عائدات الشركات المدرجة (النمو السنوي) (%)	-22.5	68.0	13.5	5.0
أرباح الشركات المدرجة (النمو السنوي) (%)	-22.5	68.0	13.5	5.0
مؤشر أسعار الأسهم (النمو السنوي) (%)	-20.3	21.0	-1.9	8.3
المضاعف السعري للربح (P/E)	12.9	14.7	15.4	16.2

أعمدة بيانية تمثل مؤشرات أداء الشركات السوق المالية القطرية (سوق الدوحة للأوراق المالية) - جميع المؤشرات الإحصائية بدلالة الزمن (2024/05/31-2020)



ملاحظات حول أداء السوق المالية القطرية من خلال الجداول:

عدد الشركات المدرجة: شهد عدد الشركات المدرجة في السوق المالية القطرية زيادة طفيفة خلال الفترة (2020-2023)، ارتفع عدد الشركات المدرجة من 45 شركة في عام 2020 إلى 52 شركة في عام 2023، يعكس هذا الارتفاع الاهتمام المتزايد بالاستثمار في السوق المالية القطرية من قبل الشركات المحلية، كما يعكس التزام حكومة قطر بتطوير السوق المالية وتوسيع قاعدة المستثمرين.

مؤشر السوق المالية القطرية: شهد مؤشر بورصة قطر تقلبات خلال الفترة (2020-2023)، حقق مؤشر بورصة قطر عائداً سنوياً سلبياً بنسبة 20.3% في عام 2020، لكنه تعافى بقوة في عام 2021 محققاً عائداً سنوياً بنسبة 21.0%، انخفض مؤشر بورصة قطر مرة أخرى في عام 2022، لكنه حقق عائداً سنوياً حتى 31 مايو 2024 بنسبة 8.3%، تعكس هذه التقلبات التحديات التي واجهتها السوق المالية القطرية خلال الفترة الماضية، مثل جائحة COVID-19 وارتفاع التضخم وزيادة أسعار الفائدة والحرب في أوكرانيا. ومع ذلك، لا تزال السوق المالية القطرية جاذبة للمستثمرين على المدى الطويل¹²⁵.

¹²⁵ صندوق النقد العربي، تأثير جائحة كوفيد-19، على الإقتصاد القطري، تقارير دورية، 2020-2023.

نشاط التداول: شهد نشاط التداول في السوق المالية القطرية ارتفاعاً كبيراً في عام 2021، مدفوعاً بانتعاش السوق، ارتفع متوسط حجم التداول اليومي في بورصة قطر من 176.8 مليون ريال قطري في عام 2020 إلى 245.2 مليون ريال قطري في عام 2021، يعكس هذا الارتفاع ازدياد ثقة المستثمرين في السوق، كما يعكس التنوع المتزايد في المنتجات الاستثمارية المتاحة للمستثمرين. بشكل عام، تدل هذه الملاحظات على أن السوق المالية القطرية لا تزال سوقاً واعدة للمستثمرين على المدى الطويل. ومع ذلك، من المهم مراقبة المخاطر المحتملة، مثل تقلبات أسعار النفط والاقتصاد العالمي والأحداث الجيو-سياسية.

المبحث الثالث: لمحة عن أداء سوق الأوراق المالية الجزائرية: تُعدّ سوق الأوراق المالية الجزائرية من أحدث الأسواق المالية في منطقة شمال إفريقيا. وقد شهدت هذه السوق على مدار تاريخها مراحل مختلفة من التطور والنمو، ويمكن تلخيص هذه المراحل فيما يلي:

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الجزائرية

مرحلة البداية (1997-2007): تأسيس بورصة الجزائر للأوراق المالية في عام 1997، إدراج عدد محدود من الشركات، مشاركة محدودة من المستثمرين.¹²⁶

مرحلة النمو (2008-2015): زيادة عدد الشركات المدرجة، اتساع قاعدة المستثمرين، اعتماد أنظمة تداول حديثة، بدء الاهتمام بالاستثمار الأجنبي.

مرحلة التطور (2016-2021): تعديل قانون سوق الأوراق المالية في عام 2016، اعتماد معايير حوكمة شركائهم صحيحة، جذب المزيد من الاستثمارات المؤسسية، تأسيس بورصة الجزائر للسلع في عام 2021.

مرحلة التميز (2022-الحاضر): إطلاق استراتيجية تطوير سوق الأوراق المالية الجزائرية 2025-2030، تطوير المنتجات والخدمات الاستثمارية، تعزيز السوق الثانوي، رفع الفعالية عملية التسوية، جذب المزيد من المستثمرين الأجانب.

¹²⁶ عبد الحميد بوعلام، طبع سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، المركز العربي للدراسات الاستراتيجية، لبنان، 2020، ص 01-20.

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

المطلب الثاني: تأسيس وهيكل وأداء السوق المالية الجزائرية: تتكون السوق المالية الجزائرية من:

- بورصة الجزائر للأوراق المالية: وهي السوق الرئيسية للتداول.
- شركة بورصة الجزائر للسلع: وهي سوق مخصصة لتداول السلع.
- مركز الإيداع والتسوية: وهو مسؤول عن إيداع وتسوية المعاملات.
- هيئة الأوراق المالية: وهي الجهة الرقابية على السوق.

يتم إدارة السوق من قبل هيئة الأوراق المالية، وتخضع الشركات المدرجة في السوق لقانون سوق الأوراق المالية ولأنظمة هيئة الأوراق المالية.

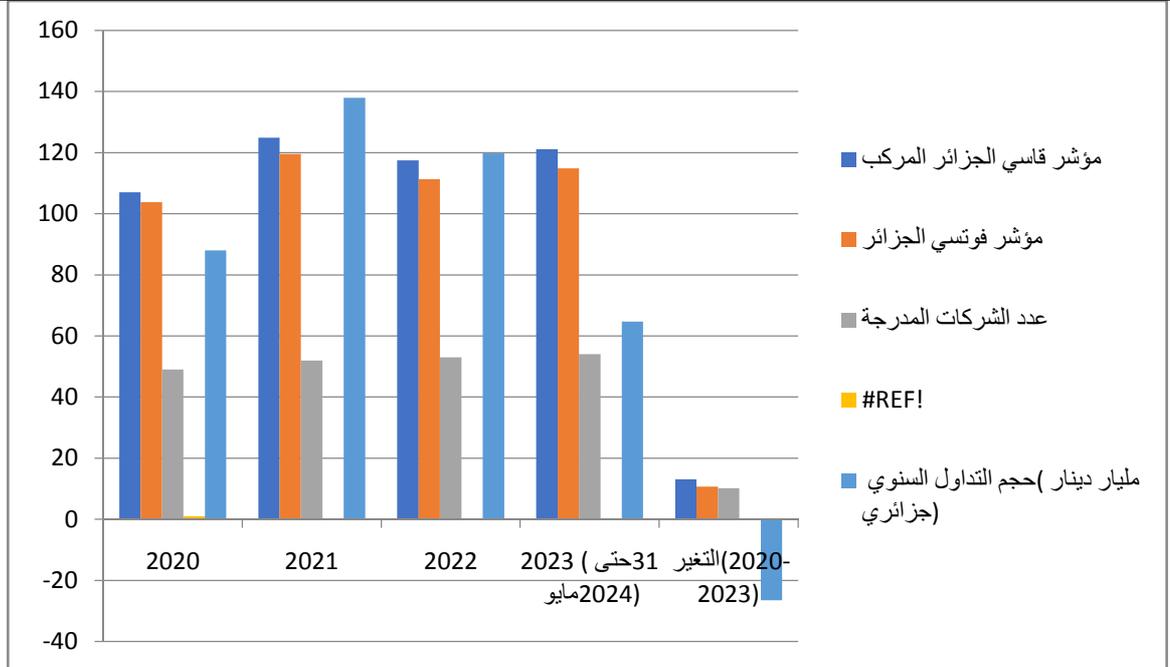
جدول شروط ومتطلبات الإدراج:

الشرط	المتطلب
نوع الشركة	مساهمة عامة
مدة تأسيس الشركة	3 سنوات على الأقل
رأس المدفوع المال	1مليار دينار جزائري على الأقل
السجل المالي	تحقيق أرباح صافية خلال آخر سنتين ماليتين
الحوكمة الشركاتية	الالتزام بمعايير الحوكمة الشركاتية
الكشف والإفصاح	الالتزام بقواعد الكشف والإفصاح

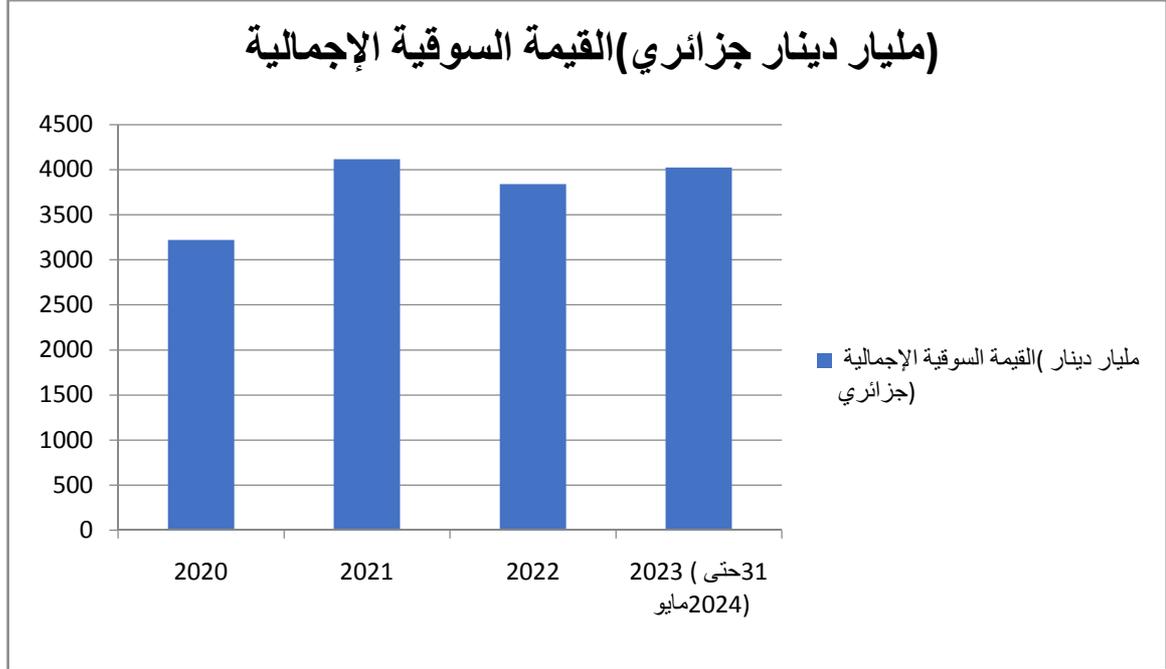
الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية وواقعها

جدول تطور أداء السوق المالية الجزائرية (بورصة الجزائر للأوراق المالية) - جميع المؤشرات الإحصائية خلال الفترة (2020-2023)¹²⁷:

المؤشر	2020	2021	2022	حتى 31 (2023 مايو 2024)	التغير (2020- 2023)
مؤشر قاسي الجزائر المركب	107.06	124.93	117.49	121.13	13.07%
مؤشر فوتسي الجزائر	103.78	119.54	111.34	114.87	10.64%
عدد الشركات المدرجة	49	52	53	54	10.20%
القيمة السوقية الإجمالية (مليار دينار جزائري)	3,222.34	4,115.98	3,841.54	4,026.45	24.95%
حجم التداول السنوي (مليار دينار جزائري)	87.99	138.00	119.82	64.71	-26.52%
عدد المستثمرين الأفراد	38,914	47,812	52,134	54,210	39.31%



¹²⁷ صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأسواق المال العربية ، 2020-2023.



من إعداد الطالب: أعمدة بيانية تمثل تطور أداء السوق المالية الجزائرية (بورصة الجزائر للأوراق المالية) - جميع المؤشرات الإحصائية بدلالة الزمن (2020-2024/05/31)

ملاحظات حول أداء السوق المالية الجزائرية من خلال الجداول:

عدد الشركات المدرجة: شهد عدد الشركات المدرجة في السوق المالية الجزائرية زيادة طفيفة خلال الفترة (2020-2023)، ارتفع عدد الشركات المدرجة من 49 شركة في عام 2020 إلى 54 شركة في عام 2023، يعكس هذا الارتفاع الاهتمام المتزايد بالاستثمار في السوق المالية الجزائرية من قبل الشركات المحلية، كما يعكس التزام حكومة الجزائر بتطوير السوق المالية وتوسيع قاعدة المستثمرين.

مؤشر السوق المالية الجزائرية¹²⁸: شهد مؤشر قاسي الجزائر المركب و مؤشر فوتسي الجزائر ارتفاعاً خلال الفترة (2020-2023)، حقق مؤشر قاسي الجزائر المركب عائداً سنوياً مركباً بنسبة 13.07% خلال الفترة (2020-2023)، حقق مؤشر فوتسي الجزائر عائداً سنوياً مركباً بنسبة 10.64% خلال الفترة (2020-2023)، يعكس هذا الارتفاع تحسن أداء الاقتصاد الجزائري خلال هذه الفترة، كما يعكس ازدياد ثقة المستثمرين في مستقبل السوق.

¹²⁸ بورصة الجزائر، تقارير دورية 2020-2024، www.sgbv.dz

نشاط التداول: شهد نشاط التداول في السوق المالية الجزائرية تقلبات خلال الفترة (2020-2023) ، ارتفع حجم التداول السنوي إلى 138.00 مليار دينار جزائري في عام 2021، لكنه انخفض إلى 119.82 مليار دينار جزائري في عام 2022، انخفض حجم التداول بشكل كبير في عام 2023، حيث بلغ 64.71 مليار دينار جزائري حتى 31 مايو 2024.

تعكس هذه التقلبات التحديات التي واجهتها السوق المالية الجزائرية خلال الفترة الماضية، مثل جائحة COVID-19 وارتفاع التضخم وزيادة أسعار الفائدة والحرب في أوكرانيا. ومع ذلك، لا تزال السوق المالية الجزائرية جاذبة للمستثمرين على المدى الطويل. وبشكل عام، تدل هذه الملاحظات على أن السوق المالية الجزائرية لا تزال سوقاً واعدة للمستثمرين على المدى الطويل. ومع ذلك، من المهم مراقبة المخاطر المحتملة، مثل تقلبات أسعار النفط والاقتصاد العالمي والأحداث الجيو-سياسية.

المطلب الثالث: معوقات سوق الأوراق المالية الجزائرية: تعاني بورصة الجزائر من العديد من المعوقات التي تحول دون تطورها وتحقيقها لإمكاناتها الكاملة. تشمل بعض هذه المعوقات ما يلي:

- ❖ **عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة:** بورصة الجزائر تفتقر إلى تنوع الأوراق المالية، مما يحد من مشاركة المستثمرين ويقيّد حيازة الأوراق المالية.
- ❖ **عدم فعالية نظام المعلومات:** نقص المعلومات المالية المتداولة في بورصة الجزائر يعيق تطورها ويُعيق المستثمرين، وذلك بسبب قلة النشر المالي المتخصص، وغياب مكاتب التحليل والخبراء.
- ❖ **منافسة البدائل الاستثمارية المتاحة:** رغم صعوبات بورصة الجزائر، إلا أنها تُقدم فرصاً استثمارية مضمونة تجذب رؤوس الأموال بعيداً عن الاستثمار في الصناعة والزراعة، مما يُعيق تنمية الاقتصاد.
- ❖ **نقص السيولة:** تُعاني بورصة الجزائر من نقص في السيولة، مما يعني أن هناك عدداً محدوداً من الأسهم المتاحة للتداول. هذا يعيق قدرة المستثمرين على شراء وبيع الأسهم بسهولة، ويجعل من الصعب على الشركات جذب رأس المال.
- ❖ **قلة عدد الشركات المدرجة:** يوجد عدد قليل من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، مما يحد من تنوع الاستثمارات المتاحة للمستثمرين. هذا يجعل من الصعب على المستثمرين العثور على فرص استثمارية تلبي احتياجاتهم.
- ❖ **بيروقراطية معقدة:** تتميز عملية إدراج الشركات في بورصة الجزائر بالتعقيدات البيروقراطية، مما يجعل من الصعب على الشركات الجديدة الدخول إلى السوق. هذا يعيق نمو السوق ويحد من قدرته على جذب استثمارات جديدة.

- ❖ **نقص الوعي:** لا يوجد وعي كافٍ بالاستثمار في البورصة بين الجمهور الجزائري. هذا يعيق نمو قاعدة المستثمرين ويحد من قدرة السوق على جذب رأس المال.
- ❖ **نقص التأهيل:** لا يوجد تأهيل كافٍ للمستثمرين والوسطاء في بورصة الجزائر. هذا يعيق قدرة المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة ويجعل من الصعب على الوسطاء تقديم خدمات عالية الجودة.
- ❖ **عدم الاستقرار السياسي:** يعاني الاقتصاد الجزائري من عدم الاستقرار السياسي، مما يخلق مخاطر استثمارية كبيرة ويجعل المستثمرين مترددين في ضخ أموالهم في السوق.
- ❖ **جهود للتغلب على هذه المعوقات:** تبذل الحكومة الجزائرية جهودًا للتغلب على هذه المعوقات وتحسين أداء بورصة الجزائر. وتشمل هذه الجهود ما يلي:

- ❖ تسهيل عملية إدراج الشركات
- ❖ رفع مستوى الوعي
- ❖ تحسين التأهيل
- ❖ تعزيز الاستقرار السياسي
- ❖ تنمية سوق السندات الجزائرية لجمع المدخرات وتحفيز الاستثمار.
- ❖ إصلاح قانون الشركات.
- ❖ إعادة هيكلة شاملة للبورصة تستهدف معالجة الثغرات وتعزيز الكفاءة على كافة المستويات.
- ❖ تُعدّ البورصة أداة حاسمة لضمان نجاح عملية الخصخصة.
- ❖ إنّ وجود منظومة قانونية متكاملة لتنظيم وحماية التعاملات في الأسواق المالية يُعدّ ضروريًا لخلق بيئة استثمارية آمنة وجاذبة، مما يُساهم في تنمية الاقتصاد الوطني.
- ❖ خفض تكلفة الاستثمار لجذب المستثمرين الشباب من خلال تعديل الفائدة ومعدل التسديد وتقديم حوافز جديدة.
- ❖ من خلال تعزيز دور آليات السوق وفعاليتها.
- ❖ تحفيز الشركات على زيادة الشفافية وتقديم المزيد من المعلومات للمستثمرين.
- ❖ **مستقبل بورصة الجزائر:** على الرغم من التحديات التي تواجهها، فإن بورصة الجزائر لديها إمكانات كبيرة للنمو والتطور. من خلال بذل الجهود لمعالجة المعوقات التي تواجهها، يمكن لبورصة الجزائر أن تصبح سوقًا مالية رئيسية تجذب الاستثمار المحلي والأجنبي وتساهم في نمو الاقتصاد الجزائري.

آفاق تطوير بورصة الجزائر: بسبب التحديات التي تواجهها بورصة الجزائر، لا بد من اتخاذ خطوات حاسمة من قبل السلطات الاقتصادية الجزائرية لمعالجة هذه التحديات، سواء بشكل جزئي أو كامل. تتضمن هذه الخطوات ما يلي:

- ❖ تنمية سوق السندات الجزائرية لجمع المدخرات وتحفيز الاستثمار.
- ❖ إصلاح قانون الشركات .
- ❖ إعادة هيكلة شاملة للبورصة تستهدف معالجة الثغرات وتعزيز الكفاءة على كافة المستويات، مستفيدة من أفضل الممارسات العالمية لخلق سوق مالي متطور .
- ❖ تُعدّ البورصة أداةً حاسمةً لضمان نجاح عملية الخصخصة .
- ❖ إنّ وجود منظومة قانونية متكاملة لتنظيم وحماية التعاملات في الأسواق المالية يُعدّ ضروريًا لخلق بيئة استثمارية آمنة وجاذبة، مما يُساهم في تنمية الاقتصاد الوطني .
- ❖ خفض تكلفة الاستثمار لجذب المستثمرين الشباب من خلال تعديل الفائدة ومعدل التسديد وتقديم حوافز جديدة.
- ❖ من خلال تعزيز دور آليات السوق وفعاليتها، يمكننا تحفيز الشركات على زيادة الشفافية وتقديم المزيد من المعلومات للمستثمرين. وبالتالي، ستنحسّن لغة السوق وتصبح أكثر وضوحًا، مما يمكّن المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية أكثر استنارة.
- ❖ نشر الوعي من خلال حملات إعلامية وتوعوية تركز على فوائد الادخار والاستثمار على المستوى الفردي والمجتمعي.
- ❖ اتخاذ خطوات فعالة لتقليص نطاق و تأثير السوق السوداء.
- ❖ تُساعد تكاليف المعاملات المنخفضة على خلق بيئة تداول أكثر عدلاً من خلال تمكين جميع المستثمرين، بغض النظر عن حجم محفظتهم، من المشاركة بفعالية في السوق.

خاتمة الفصل:

تواجه أسواق الأوراق المالية العربية تحديات كبيرة تعيق دورها في تنمية الاقتصاديات العربية. ولذلك، أصبحت قضية تطوير هذه الأسواق ضرورية أكثر من أي وقت مضى. حيث أدرك صندوق النقد العربي، بصفته الجهة المعنية بقضايا أسواق الأوراق المالية العربية، أهمية هذه القضية. فبموجب المادة 04 من اتفاقية إنشائه، يلتزم الصندوق بتطوير هذه الأسواق. وبناءً على ذلك، نظم الصندوق مؤتمراً في عام 1984، تمخض عنه برنامج موجه لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية. تضمن هذا البرنامج:

- ❖ إجراء دراسات ميدانية شاملة لفهم أوضاع هذه الأسواق عن قرب.
- ❖ إنشاء قاعدة بيانات شاملة لمتابعة أنشطة هذه الأسواق.
- ❖ تقديم المساعدة الفنية اللازمة لكل سوق على حدة.

تهدف هذه المبادرة من قبل صندوق النقد العربي إلى تعزيز فعالية أسواق الأوراق المالية العربية، وجذب المزيد من الاستثمارات، وتحقيق التكامل المالي العربي. ولم يكتفِ بإنشاء آلية متخصصة لتقديم خدمات الملاءة الائتمانية، بل أدرك أنّ عصرنا الحالي هو عصر التكتلات، وأنّ اندماج وارتباط أسواق الأوراق المالية العربية أصبح ضرورة حتمية لا مفر منها. إنّ هذا الاندماج سيساهم في مواجهة العقبات والمشاكل التي تعترض كل سوق على حدة، وسيُتيح إمكانيات هائلة للنمو والتطور. من خلال الاندماج، ستنتمتع أسواق الأوراق المالية العربية بالمزايا التالية: سوق أوسع وأكثر عمقاً، انخفاض تكاليف الاقتراض، تطوير المنتجات والخدمات المالية .

وعليه لضمان استقرار وتطور أسواق الأوراق المالية العربية، يتطلب الأمر تعاوناً وثيقاً وتضافراً للجهود من قبل جميع الجهات الفاعلة. من خلال توحيد الجهود واتخاذ خطوات ملموسة، يمكن للأسواق العربية أن تواجه التحديات وتعزز مكانتها على الصعيد العالمي.

الخاتمة العامة

تُولي العديد من اقتصاديات دول العالم العربي اهتمامًا كبيرًا بتحقيق الفعالية الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية. وتُعدّ الفعالية الاقتصادية شرطًا أساسيًا لضمان التسعير العادل للمنتجات المالية وتوجيه الموارد المتاحة نحو الاستثمارات الناجحة. ويُساهم التسعير العادل في جذب المدخرين والمستثمرين إلى أسواق الأوراق المالية، مما يُعزز السيولة ويزيد من فعالية السوق. كما يُشجع الاستثمار في المشاريع المنتجة، مما يُساهم في النمو الاقتصادي، تُعدّ الموارد المتاحة عنصرًا هامًا لتحقيق النمو الاقتصادي. ويتم توجيه هذه الموارد نحو الاستثمارات الناجحة من خلال آليات السوق، مثل التسعير العادل والمعلومات الشفافة، إذ يُمكن تحقيق التسعير العادل من خلال العديد من الأدوات، مثل التنظيم الحكومي والمنافسة بين الشركات المالية. كما تُعدّ المعلومات الشفافة ضرورية لتمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة.

تعمل الدول العربية على تبني مبادرات تهدف إلى الارتقاء بفعالية أسواق الأوراق المالية لديها مما يُعزز الثقة في السوق ويُحفّز التداول والسيولة. وإلى جانب ذلك، يُساهم تطبيق فعالية أسواق الأوراق المالية في ضمان جودة المعلومات المالية المُفصح عنها، مما يُتيح للمستثمرين اتخاذ قرارات مُستنيرة. كما تُساهم ابتكارات الهندسة المالية، سواءً التقليدية أو الإسلامية، في إدارة المخاطر الاستثمارية وتوفير فرص تنويع الاستثمارات، مما يُتيح للمستثمرين تبني استراتيجيات استثمارية مُتنوّعة.

و من خلال عملية تحليل فصول الدراسة، تم تقييم صحة الفرضيات المطروحة باستخدام الطرق التالية:

- ❖ تلعب فعالية أسواق الأوراق المالية دورًا هامًا في تنمية الاقتصاد، وذلك من خلال مساهمتها في تحقيق أقصى استفادة من الموارد المتاحة وتعزيز النمو الاقتصادي. ويتطلب ذلك ترسيخ مقومات هذه الفعالية، بما في ذلك الشفافية والعدالة وسهولة الوصول إلى المعلومات.
- ❖ يُفضل المستثمر في الأوراق المالية بين العائد المُرجّى والمخاطر المُحتملة قبل اتخاذ أي قرار استثماري. لتحقيق ذلك، يُقيّم هذين العاملين الرئيسيين من خلال تحليل شامل للبيانات والمعلومات.
- ❖ بينما تنتعش أسواق الأوراق المالية في دول الشرق الأوسط وتسجل مؤشرات ارتفاعًا ملحوظًا، تُظهر بورصة الجزائر أداءً متواضعًا يضعها في مؤخرة الترتيب من حيث النشاط والسيولة الفعالية. ويُرجع هذا التراجع إلى حجمها الضئيل وقلة السيولة فيها، مما يجعلها بعيدة عن تحقيق متطلبات الفعالية التي من شأنها تحسين أدائها وتعزيز دورها في دعم الاقتصاد الجزائري. وعلى الرغم من الإصلاحات المتبناة لتطويرها، إلا أن بورصة الجزائر لم تتمكن من اللحاق بركب التقدم في المنطقة، لتبقى ضمن خانة البورصات الناشئة الأقل نشاطًا.

الخاتمة العامة

من خلال ما تم عرضه في هذه الدراسة، يمكن تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها على النحو التالي:

❖ التركيز على تحقيق الأهداف المحددة في الخطط الاستراتيجية المعتمدة من قبل اقتصاديات دول العالم العربي الجاهدة لتحقيق الأهداف المرسومة في خططها الاستراتيجية لإصلاح أسواق الأوراق المالية

❖ إعطاء الأولوية لخصخصة المؤسسات الكبيرة التي تلعب دورًا هامًا في تنشيط الأسواق. ومن أمثلة هذه المؤسسات شركات الاتصالات، مثل شركة اتصالات السعودية (STC)، وشركة أرامكو السعودية، وشركة مصر للطيران. وقد أثبتت هذه الشركات نجاحها بعد خصخصتها في تحفيز النمو الاقتصادي وجذب الاستثمارات الأجنبية.

❖ إنشاء إطار قانوني قوي يُعزز ثقة المستثمرين المحليين في سوق الأوراق المالية، مما يُحفّزهم على زيادة استثماراتهم المالية، ويُشجّع على جذب الاستثمارات الأجنبية.

❖ يُقترح الاستمرار في تقديم حوافز ضريبية وتسهيل شروط إدراج الشركات الخاصة في البورصات العربية. سيساهم ذلك في زيادة عدد الشركات المدرجة، مما يُعزز من مساهمة القطاع الخاص في دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

❖ نشر ثقافة الاستثمار في البورصة العربية جهودًا متضافرة من مختلف الجهات المعنية، بدءًا من الحكومات والهيئات الرقابية، وصولًا إلى المؤسسات المالية والتعليمية، مرورًا بالمستثمرين.

❖ تعزيز فعالية النظام المصرفي، باعتباره عصب الوساطة المالية في أسواق الأوراق المالية العربية.

❖ العوائق التي تحول دون تحقيق فعالية سوق الأوراق المالية هي الشائعات وسلوكيات المستثمرين، ضعف تنظيم السوق، عدم فعالية نظام المعلومات، نتيجة لهذه التحديات، تختلف جودة المعلومات المتدفقة إلى السوق، مما يخلق مستويات متعددة من.

ولتحقيق فعالية أعلى في الأسواق المالية العربية، ولا سيما السوق الجزائري، نوصي بما يلي بناءً على النتائج التي تم التوصل إليها:

❖ لِتُصبح السوق فعّالة ولو نسبيًا، لا بدّ من توافر عنصرين أساسيين كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، كفاءة التسعير تكمن في ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع مُشاركي السوق بسرعة ودون تكاليف باهظة.

❖ العوائق التي تحول دون تحقيق فعالية سوق الأوراق المالية هي الشائعات وسلوكيات المستثمرين، ضعف تنظيم السوق، عدم فعالية نظام المعلومات، نتيجة لهذه التحديات، تختلف جودة المعلومات المتدفقة إلى السوق، مما يخلق مستويات متعددة من.

قائمة المراجع

- 1- الدعي كاظم عباس: السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2010.
- 2- ال سليمان مبارك بن سليمان بن محمد: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى الرياض كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، 2005.
- 3- جون روبرتس، الأزمات المالية: التاريخ، مطبعة جامعة أكسفورد، 2008.
- 4- د. مريم بنت محمد بن عبد الرحمن آل خليفة: تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأسهم في الدول العربية، جامعة الملك سعود، 2017.
- 5- د. حسين صبحي العباس: الآفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مجلة بحوث مستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، الموصل، العدد 10، 2005.
- 6- رشيح حسن خولة: تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في العراق، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد 25، 2015.
- 7- محمد عابد الفقي، أسواق المال والمالية، دار الشروق، الطبعة الثانية، 2018.
- 8- براني كوين: أسواق المال، القاهرة، قسم الترجمة بدار الفاروق، 2007.
- 9- الداغر محمود محمد: الاسواق المالية (مؤسسات، بورصات، أوراق)، الطبعة الأولى، عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع، 2007.
- 10- د. محمد عبد الفتاح: إطار المحاسبي لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية، جامعة الزيتونة، الأردن، 2005.
- 11- د. أحمد حسن: أحكام التعامل في الأسواق المالي المعاصرة، دار الجامعة الأردنية للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
- 12- د. محمد عبد الله: أسواق المال و التمويل الدولي، مكتبة دار النفائس القاهرة، مصر، 2000، ص 35.
- 13- د. عائش أحمد: أساسيات سوق الأوراق المالية، دار النشر مكتب الجرير الرياض، المملك العربية السعودية، 2023.
- 14- محمد محمود الداغر: الأسواق المالية: مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005.
- 15- فيصل محمود الشواورة: الإستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 16- عاطف وليم أندراوس: أسواق المال وأسواق الأوراق المالية: بين الضروريات والتحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.

- 17- عبد الله غالم: عبد الحفيظ خزان: أسواق الأوراق المالية، المجمع العربي لعلوم الشرطة (ASJP), الجزائر، 2021.
- 18- جمال الدين شحانون: الأسواق المالية: المفاهيم والأدوات والتحليل، دار الجامعة الجزائرية، الجزائر، 2007.
- 19- بن زواي نسرين: إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمات، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد 12.
- 20- الزيدي زهير حامد: كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع والطموح نظرة تحليلية، مجلة ديالي، العدد 57، 2013.
- 21- عطا الله ماجد أحمد: إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع، 2011.
- 22- الهندي منير إبراهيم: الأوراق المالية وأسواق رأس المال.
- 23- ستيفن أ. روبنز، ترجمة د. محمد عبد الرحمان العشماوي: دار الشروق، مصر، 2019.
- 24- النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، الاسكندرية: مكتبة شباب الجامعة، 1999.
- 25- قدي عبد المجيد: مدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
- 26- عرفة عبد السالم: إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، عمان: دار اليازة للنشر والتوزيع، 2009.
- 27- مفيد ذنون يونس: كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولمة، تنمية الراقدين، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة الموصل، المجلد 27، العدد 79، 2005.
- 28- محمد عبد الرحمن عطية: أسواق الأوراق المالية: المدخل والممارسة، دار النهضة العربية، مصر، 2019.
- 29- د. مريم إبراهيم أحمد: لإستثمار الأموال في الأوراق المالية: تحليل المخاطر والعوائد، دار الجامعة العربية، لبنان، 2018.
- 30- محمد عادل إبراهيم: إدارة المخاطر المالية في المؤسسات المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2020.
- 31- د. عبد الحميد عيو: شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة وإطارها القانوني في الجزائر، دار الجامعة للنشر، الجزائر، 2018.
- 32- عبد النبي محمد أحمد: الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى القاهرة زمزم ناشرون وموزعون، 2009.

- 33- التميمي أرشد فؤاد: الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات عمان دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2010.
- 34- الحناوي محمد وآخرون: الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الإسكندرية المكتب الجامعي الحديث، 2007.
- 35- مثنى عبد الإله ناصر: كفاءة سوق الأوراق المالية الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية- تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس 11/12/2005.
- 36- الجنابي نبيل مهدي: كفاءة سوق العراق للأوراق المالية والسياسة النقدية : دراسة قياسية للمدة (2006-2012) ، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 15 ، العدد : 03 ، 2013.
- 37- البرواري شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، الطبعة 01 ، دمشق: دار الفكر، 2002.
- 38- خضر حسان: تحليل الأسواق المالية سلسلة جسر التنمية العدد 27، السنة الثالثة الكويت المعهد العربي للتخطيط 2004.
- 39- الموسمي ضياء مجيد: البورصات وأسواق المال وأدواتها، الإسكندرية مؤسسة شباب الجامعة، 2005.
- 40- الهندي منير إبراهيم: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مصر منشأة المعارف، 1999.
- 41- على جبران عبد علي، على نوري اعبيد: تأثير السيولة على أداء محافظ الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 17، العدد: 03، 2015.
- 42- بكحل عبد القادر، عيادي عبد القادر: اثر جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية، دفاثر البحوث العلمية، العدد 03.
- 43- دربال أمينة محمد، بوزيان محمد عبد القادر: اختبار الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية الخليجية بطريقة التكامل المتزامن"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، المجلد 26 العدد 01، 2012.
- 44- لطرش سميرة: العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد أن العدد 32، 2009.
- 45- المعاضيدي معن، وعد الله حسن صبحي، حسن العباس: تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، تنمية الرافدين المجلد 31 العدد 94 كلية الإدارة والاقتصاد جامعة الموصل، 2009.
- 46- فنوش إلياس خضير، المؤثرات الفائقة في حركة أسعار الأسهم دراسة في سوق العراق للأوراق المالية، تنمية الرافدين، المجلد 29، العدد 86، 2007.

- 47- د. عبد الحميد إبراهيم: واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، دار الجامعة العربية القاهرة، مصر، 2022.
- 48- محمد عابد الجمال: الأسواق المالية العربية: التحديات والفرص، دار المعرف للنشر والتوزيع، 2020.
- 49- وفاء محمد العفيفي: دور الأسواق المالية العربية في تمويل التنمية، مجلة بحوث ودراسات كلية التجارة جامعة عين الشمس - مصر، 2017.
- 50- أحمد عبد الرحمن خليفة، أفاق تطوير الأسواق المالية العربية، مجلة المستقبل - * مركز الدراسات المستقبلية - جامعة القاهرة - مصر، 2015.
- 51- د. محمد عبد الرحمن أبو عيشة: الأسواق المالية العربية: التنظيم والقواعد، دار النهضة العربية الطبعة الأولى، 2020.
- 52- د. أحمد محمد علي: جاهزية التشريعات المنظمة للأسواق المالية لمواجهة التحديات المستقبلية، داؤ الجامعة العربية للنشر، 2023.
- 53- د. نوال مصطفى: التطورات في الأسواق المالية العربية: دراسة تحليلية، دار الأكاديمية للنشر والتوزيع، عمان، 2021.
- 54- د. وفاء محمد موسى: معوقات الإستثمار في الأسواق الأوراق المالية العربية وتنشيطها - دراسة حالة الدول العربية، دار جامعة الجزائر، الجزائر العاصمة، 2018.
- 55- البنك الدولي: التطورات الاقتصادية في منطقة الشرق الأوسط إريقيا، اكتوبر 2023.
- 56- أثر العوامل الاقتصادية والمالية علط أداء أسواق الأسهم العربية: دراس تحليلية لعام 2024، دار النشر المعهد العربي للإدارة العامة.
- 57- د. عبد الله بن عبد الله المشوح: السوق المالية السعودية: التطورات والافاق المستقبلية، دار الرياض الريس للنشر، 2020.
- 58- د. محمد بن عبد الرحمن ال إسماعيل: مستقبل سوق الأسهم السعودية: تحليل فرص الإستثمار، دار رياض الريس للنشر والتوزيع، السعودية.
- 59- د. عادل محمد العبد الجليل: بورصة الكويت: النشأة والتطور والتحديات المستقبلية، دار النهضة العربية، لبنان، 2019.
- 60- رؤية. تطور. أداء: بورص الكويت، 2024
- 61- د. محمد عبد الرحمن العوضي: مصادر ربحية الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، دار الجامعة العربية للنشر والتوزيع، الكويت، 2023.
- 62- د. عبد الرحمن بن عبد الله فخرو: بورصة قطر: دراس تحليلية لتطورها وأداء الشركات المدرجة فيها، دار المعرفة، قطر، 2021.

- 63- عبد الحميد بوعلام: طبيع سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، المركز العربي للدراسات الاستراتيجية، لبنان، 2020.
- 64- بورصة الجزائر: تقارير دورية 2020-2024.

المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marché financier, Paris: Pearson Education, France 9eme édition, 2010,
- 2- Fama, Eugene, "Efficient Capital Market Review of Theory and Empirical Work", The Journal of Finance, N° 2, 1970.
- 3- "Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Pérignon, Marchés financiers - Gestion de portefeuille et des risques, 6° édition, (Paris: Dunod, 2014).
- 4- Martin Sewell, **History of Efficient Market Hypothesis**, UCL, Department of computer science, RESEARCH Note RN/11/04, 2011.
- 5- Louis Bachelier, Théorie de la spéculation, Annales scientifique de L.E.N.P, 03^a série, 1900.
- 6- EloryDimson, Massoud Mussavian, ABrief History of market efficiency, (London Business Schools: WP Published in European Financial Management, vol4 n01: 1998).

الأطروحات:

- 1- بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر ، سنة 2005.
- 2- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، رسالة دكتوراه، جامعة منتوري قسنطينة: قسم العلوم الاقتصادية، 2010.
- 3- بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراث المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012.
- 4- سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس، الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ، 2007/2008.
- 5- مسعداوي يوسف: كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، أطروحة دكتوراه، العدد 42 2014.
- 6- صاطوري الجودي: أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2005/2006.

7- لحرش الطاهر: استراتيجية تسويق الأوراق المالية وأثرها في تنشيط الاستثمار المالي - دراسة تحليلية لخصائص ومحددات سلوك المستثمر المالي الفرد الجزائري- أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2009/2008.

الدوريات:

- 1- صالح مفتاح، معار فريدة: دور البورصة التمويلي-مع الإشارة الى حالة الجزائر، الملتقى الوطني حول: أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، الجزائر: الجامعة الإفريقية العقيد أحمد دراية: أدرار كلية الآداب والعلوم الإنسانية، 24-25/04/2007.
- 2- لخلف عثمان: إدارة وتنظيم عمل السوق المالي، مجلة دفاثر البحوث العلمية، المركز الجامعي تيبازة، العدد الثالث، 2013.
- 3- الرزين عبد الله بن محمد: الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، المملكة الأردنية الهاشمية عمان 16-18/03/1426هـ.
- 4- الرزين عبد الله بن محمد: الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، المملكة الأردنية الهاشمية عمان 16-18/03/1426هـ.
- 5- محمد إسماعيل إبراهيم: معوقات تطوير الأسواق المالي العربية، مجلة الدراسات الاقتصادية - جامعة الأزهر - مصر، 2016.
- 6- د. محمد عابد الجمال: التكامل المالي العربي: التحديات والأفاق، مجلة الدراسات الاقتصادية، جامعة عين الشمس، المجلد 37، العدد 3، 2018.
- 7- د. خالد السعيد ود.نادية البوشي: تصنيف أسواق المال العربية باستخدام تقنية التحليل العنقودي، مجلة العلوم الإدارية، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 37، العدد 2، 2021.
- 8- محمد عابدين، أحمد حسانين: عوامل دوافع الاستثمار في أسواق الأسهم العربية: دراس تحليلي مقارنة، مجلة بحوث التمويل الإسلامي، المجلد 11، العدد 2، 2019.
- 9- صندوق النقد العربي: النشرة الفصلية لأسواق المال العربية - الربع الأول، 2024.
- 10- صندوق النقد العربي: النشرة الفصلية لأسواق المال العربية - الربع الرابع، 2023.
- 11- بورصة الأوراق المالية: تقرير إحصائي عن بورصة للمدة من 2024/01/01 حتى 2024/03/32، الموقع الالكتروني للبورصة.
- 12- صندوق النقد العربي: النشرة الفصلية لأسواق المال العربية ، 2020-2023.

المواقع على الأنترننت:

- 1- www.amf.org.ae
- 2- www.sgbv.dz
- 3- www.saudixchange.sa
- 4- www.boursakuwait.com.kw
- 5- www.dfm.ae
- 6- www.adx.ae
- 7- www.qe.com.qa