

كفاءة الاسواق المالية العربية
دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية
ومصر

الاستاذ المحاضر الدكتور يوسف مسعداوي
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سعد دحلب
البليدة - الجزائر

الملخص:

تعتبر الأسواق المالية أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية، من أجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية لتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة. وانطلاقاً من وعي الدول العربية بهذه الأهمية بادرت جلها بإنشاء وتطوير بورصاتها. وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح لزاماً على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة على مكانتها أن تولي اهتماماً كبيراً للأسواق المالية وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات؛ الإدارية، التنظيمية، التشريعية، إلى جانب العمل على زيادة و تنويع الأدوات المالية المتداولة، إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد و تطوره ونمو الأسواق المالية وزيادة كفاءتها.

إن تعدد مزايا الأسواق المالية لا يعني أن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد الموارد المالية. فما تؤديه سوق مالية على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه الأسواق المالية الناشئة، والتي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية والإصلاح الاقتصادي. ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة وزيادة تطور نشاط أسواقها المالية، أدركت الدول العربية هذا التوجه الجديد وعملت على مواكبته، غير أنها لا زالت تواجه جملة من المعوقات تحول دون أسواقها المالية.

الكلمات المفتاحية : السوق المالية، كفاءة أسواق رأس المال، الأزمة المالية، مؤشرات السوق

مقدمة:

أصبحت السوق المالية بصفة عامة تمثل أداة فعالة للتمويل المباشر للاستثمارات وللمشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية العمومية والخاصة، وذلك من خلال الدور الاستراتيجي الذي تقوم به عبر تحريك وجذب الادخار الحر من لدن المدخرين المحليين والأجانب نحو طالبي الرساميل من الأشخاص المعنوية التي تدعو إلى الاكتتاب العام في سندات وأصولها المالية.

تعد كفاءة السوق المالي أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزاً للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار في السوق، وكذلك يؤدي إلى دخول مستثمرين جدد، وبالتالي تحقيق أهداف السوق.

تبقى الأسواق المالية في المنطقة العربية محدودة الأداء مقارنة بالدول الناشئة والمتطورة؛ ويمكن إرجاع ذلك لعدة عوامل من أهمها محدودية نشاط القطاع الخاص وطبيعة الشركات المدرجة بالبورصات العربية، بالإضافة إلى هشاشة النظام المصرفي والأنظمة المحاسبية؛ التي تعتبر حجر الأساس كونها بنك المعلومات التي تمثل أساس اتخاذ قرارات المستثمر المالية ناهيك عن مشكل الشفافية والإفصاح ونمو الاقتصاد غير الرسمي.

1- إشكالية الدراسة:

تؤدي الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء؛ وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد، ولقيام بالدور المنوط بها ينبغي أن تتوفر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو الكفاءة. ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة وزيادة تطور نشاط أسواقها المالية، أدركت الدول العربية هذا التوجه الجديد وعملت على مواكبته، غير أنها لا زالت تواجه جملة من المعوقات تحول دون تطور أسواقها المالية. ومن هذا المنطلق سوف تحاول هذه الدراسة التركيز على الأسواق المالية العربية كجزء من الأسواق الناشئة من خلال الإحاطة بواقعها وسبل تنشيطها، والشروط الواجب توفرها لتحقيق كفاءة الأسواق المالية العربية.

ويهدف البحث إلى الإجابة على الإشكالية التالية:

ما هي الشروط الواجب توفرها لتحقيق كفاءة الأسواق المالية العربية مع الإشارة إلى حالة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر؟

وتتفرع إشكالية البحث إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية؟

- هل تعتبر الأسواق المالية العربية أسواق كفؤة؟

- ما هي الطرق والإجراءات الواجب توفرها حتى تصبح الأسواق المالية محل الدراسة أسواق كفؤة؟

2- أهمية الدراسة

تتمثل أهمية هذه الدراسة في كون سوق الأوراق المالية يعمل على توفير موارد مالية لتمويل الاقتصاد الوطني، وبالتالي تطوير و إنعاش الاستثمار وبناء اقتصاديات متينة، تتنوع وتختلف فيها الموارد المتاحة للتمويل. ولقد أثارت فكرة الأسواق المالية الكفؤة الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش في الاقتصاديات المعاصرة بينما لم تلقى نفس الاهتمام من طرف الدول العربية.

كما تعتبر الأسواق المالية الحيز الذي يتم فيه عرض المدخرات من جانب والطلب عليها في التمويل بالجانب الآخر، وهي بذلك تعد من أهم وسائل الاستثمار للأفراد والشركات، فضلاً عن الدور بالغ الأهمية الذي تؤديه عبر آلياتها في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.

3- أهداف الدراسة:

- قياس كفاءة أسعار الأسهم المتداولة في الأسواق المالية للدول محل الدراسة؛
- التوصل إلى نتائج وتوصيات من شأنها أن تساعد في زيادة كفاءة الأسواق المالية للدول العربية عامة والدول محل الدراسة خاصة.

ولمعالجة الإشكالية المطروحة قمنا بتقسيم بحثنا إلى المحاور التالية:

أولاً- أساسيات حول الأسواق المالية؛

ثانياً- ماهية كفاءة الأسواق المالية؛

ثالثاً- السمات المشتركة للأسواق المالية العربية؛

رابعاً- انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية؛

خامساً- واقع الأسواق المالية العربية؛

سادساً- قياس كفاءة الأسواق المالية العربية مع التركيز على كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر ؛

سابعاً- مقومات نجاح السوق المالية العربية الموحدة.

أولاً- أساسيات حول الأسواق المالية:

تحتل أسواق الأوراق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء حيث أنها تمثل مرآة الاقتصاد التي تتواجد به، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي، وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده مما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره.

1- مفهوم الأسواق المالية:

يعرف السوق المالي بأنه "الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي

ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة".¹

كما يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية على أنه السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية.²

2- أهداف الأسواق المالية:

إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية أي توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأعوان الاقتصاديين وبتكلفة ملائمة، فالأسواق المالية تعتبر محركاً للنمو الاقتصادي من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى استثمارات ومن ثم

العمل على زيادة الإنتاج وزيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. ولتحقيق الأهداف المشار إليها يقوم السوق بأداء وظيفتين رئيسيتين هما³:

1- تعبئة مدخرات المستثمرين؛

2- التخصيص الأمثل للموارد.

وتعمل الأسواق المالية في أدائها للوظيفة الأولى على توفير عائدات مغرية للمستثمرين من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة أو تقديم ضمانات حول أسهم الشركات، بالإضافة إلى تحقيق الشفافية في التعاملات من خلال إلزام الشركات المدرجة في البورصة على توفير تقارير دورية حول أنشطتها مع الحرص على محاربة تسريب المعلومات المضللة التي من شأنها أن تؤثر في قرارات المستثمر. أما فيما يتعلق بالتخصيص الأمثل للموارد فإن الأسواق المالية التي تتسم بالكفاءة تسعى جاهدة إلى توجيه مدخرات المستثمرين إلى المشاريع المنتجة بما يكفل لها المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي.

3- عوامل نجاح تطوير الأسواق المالية:

لقد أولت معظم دول العالم، المتقدمة والنامية منها اهتماما كبيرا بتطوير أسواقها المالية، نتيجة للقناعة المتزايدة بأهمية الدور الذي تلعبه هذه الأسواق في مسيرة التنمية الاقتصادية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية، فالأسواق المالية توفر أحد أهم قنوات تعبئة المدخرات نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية، كما تعمل هذه الأسواق على جذب الاستثمارات لتوفير موارد مالية إضافية تساهم في التنمية المحلية، مما يقلص الحاجة إلى الاقتراض الخارجي.

ومن هذا المنطلق، بدأت الأسواق المالية تحظى بعناية خاصة إما نحو التطوير والتحديث أو نحو التأسيس، وذلك نظرا لدورها المحوري المتوقع في العملية التنموية. ولكن الاستفادة من هذه الأسواق يختلف من دولة لأخرى تبعا لخصائص الاقتصاد الكلي، وملائمة المرجعية القانونية، والمعايير التنظيمية والمحاسبية المعتمدة.

إن نجاح عملية تطوير الأسواق المالية، مرهون بتوفير العناصر والأطر التالية:⁴

أ- **الإطار الاقتصادي الكلي:** تؤدي الأسواق المالية دورا أساسيا في أداء الاقتصاد الكلي، من حيث تكوين رأس المال من خلال زيادة المدخرات، واجتذاب الرساميل وتحويلها إلى استثمارات في القطاعات الاقتصادية المختلفة. فنتائج الأزمات المالية العالمية على الاقتصاديات المحلية، كانت تتباين درجة حدتها مع مستوى التطور والكفاءة في أسواقها المالية والمصرفية. وقد بينت هذه الأزمة مدى تداخل إقتصادات الدول في عصر العولمة وارتباطها ببعضها البعض، فتتفاعل وتتأثر أسواق العالم مع أية هزة في أسواق الدول الرئيسية المكونة لهذا النظام العالمي.

ب- **الإطار القانوني:** إن المناخ التشريعي والقانوني الذي يعمل في إطاره النظام المالي، من شأنه أن ينعكس إيجابيا على تعزيز الثقة بهذه الأسواق، وتحقيق مستويات رفيعة من الشفافية من خلال وجود نظام قانوني فعال ومرن للرقابة الدائمة والمستمرة.

ت- **الإطار التنظيمي والإشرافي:** إن السبب الرئيسي في الأزمة المالية العالمية، يعود إلى الالتفاف على التشريعات والأنظمة الرقابية، التي وجدت أصلا لحماية الأسواق من المغامرة والتهور والمضاربة. فتعزيز وتطوير البنية التشريعية والأطر التنظيمية للشركات المدرجة، واستحداث بعض الضوابط والمعايير، من شأنها

أن يساهم في دعم ثقة المستثمرين وحمايتهم. فلو تم تصنيف القروض كما كان يجب أو حسب التصنيف المعتمد، لما وصلنا إلى أزمة الرهن العقاري.

ث - الإطار المحاسبي والتدقيق: إن الأزمة المالية التي طبعت السنوات الأخيرة بإفلاس بعض الشركات العالمية الكبرى، أثارت مسألة مهمة جدا تتعلق بنوعية المعلومة المالية والمحاسبية وأهميتها على المستويين الجزئي والكلّي . ولتقادي وقوع مثل هذه الأزمات في الأسواق المالية، فإنه لابد من إدخال أنظمة الحوكمة وإلزام الشركات بتطبيقها، وتوحيد المعايير المحاسبية وانتظام الإفصاح عن المعلومات المالية بهدف تسهيل عملية المقارنة والتدقيق في صحة هذه المعلومات. فالحوكمة الجيدة للشركات ترفع من معدلات الإفصاح والشفافية عن الوضع المالي وخطط العمل وتقدم المعلومات المالية، وذلك من خلال عملية نشر دورية وموسعة تساعد على تحسين الأداء وتنويع استثمارات الشركات، مما يزيد من معدلات العائد على استثماراتنا.

ولا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي، ولكن لنجاح هذا السوق هناك عدة عوامل بعضها أساسي والبعض الآخر مكمل.

أ - العوامل الأساسية: وتتلخص في النقاط التالية:

- وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضفي صفة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار؛
- إنشاء أسواق للأوراق المالية داخل الدولة وتنوع أدوات الاستثمار في تلك الأسواق، يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين، و يوفر السبيلة الكافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر⁵؛
- توفر نظم للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين⁶؛
- الحرية الكاملة في التعامل مع السوق فالمدخر يتعامل باختياريه، حيث السوق هي وعاء لاستقطاب المدخرات؛
- وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثمارات.

ب-العوامل المكملّة:

- الموقع الجغرافي للسوق المالي وقربه من الأسواق الدولية؛
- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار وشركات المساهمة؛
- ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد؛
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

4-دوافع إدراج الشركات لأسهمها في سوق الأوراق المالية:

مما لا شك فيه أن سعي الشركات المساهمة العامة لإدراج أسهمها في سوق الأوراق المالية يحقق لها كثير من المنافع نذكر منها:⁷

- **الترويج والدعاية:** إدراج الشركة لأسهمها في البورصة يتيح لها الفرصة للترويج و الدعاية عن نفسها ونشاطها مما يجعلها على اتصال مباشر لجمهور المستثمرين و المتعاملين في البورصة؛
- **التقييم العادل:** توفر السوق آلية للعرض والطلب على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق مما يعكس القيم الحقيقية للسهم؛
- **كفاءة نظام التداول والمقاصة والتسوية الالكترونية:** حيث توفر البورصة نظاماً للتداول والمقاصة يقدم أفضل الخدمات في هذا المجال بالاعتماد على الأنظمة الالكترونية الحديثة لإتمام البيع والشراء ونقل الملكية؛
- **فرص الحصول على التمويل الإضافي للشركات المدرجة:** يقدم السوق أحدث التقنيات والأساليب لإيصال المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم للشركات المدرجة وافصاحاتها و مؤشرات التداول للمهتمين للاستثمار، وبالتالي جذب الاستثمار لتلك الشركات؛
- **فرص التملك والاندماج:** تستطيع الشركات الاستفادة من مزايا السوق في تسهيل و تنظيم عمليات الاندماج والتملك من خلال إجراءاته التنظيمية والفنية والتشريعية التي تحكم التداول والمقاصة؛
- **نشر معلومات فورية ودقيقة للشركات و المستثمرين.**

ثانياً- ماهية كفاءة الأسواق المالية:

لقد أثارت إشكالية كفاءة سوق الأوراق المالية اهتمام الكثير من الباحثين، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت ، فيقرر سعر الورقة المالية بناءاً على المعلومات الواردة . وتم ملاحظة وجود علاقة قوية ما بين أسعار الأوراق المالية - وبصفة خاصة الأسهم- وما بين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها علي السوق المالي، وسميت هذه العلاقة بكفاءة السوق المالي.⁸ وقد بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة الأسواق المالية وعلاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي (أو تحليل القوائم المالية) والذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيراً خاطئاً، لذلك توصل الباحثون في مجال الاستثمار إلى أن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية.⁹

ووفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم. حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

وفي السوق الكفء* يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، وتحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة¹⁰. كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً. إن السوق الكفء

* Efficient Market

هو السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم.

1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

على الرغم من تعدد التعاريف والمفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد. حيث عرف ديلكوي (Delkaoui) السوق الكفاء بأنه "السوق التي تكونت فيه حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها".¹¹

وعرف مثنى عبد الإله ناصر السوق الكفاء هو الذي "يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها".¹²

أما فاما (Eugene Fama) فعرف السوق الكفاءة بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية.¹³ وينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من أنباء سارة أو غير سارة، بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها.¹⁴

وانطلاقا مما سبق يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفاءة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب:¹⁵

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق؛
 - توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق؛
 - الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.
- وعليه حتى يمكن القول بأن السوق المالي يؤدي دوره يجب أن يتصف هذا السوق بالكفاءة بحيث تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة وبحيث لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي.

وخلاصة القول أنه لا يكون السوق كفاً إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة. ويتضح أن الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو الخارج، وكذلك قدرته على التوزيع الأمثل لتلك الأموال، فعلى سبيل المثال تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية عندما تعكس أسعار الأوراق المالية المسجلة في السوق في أي وقت كل المعلومات عن هذه الأوراق، وهذا يجعل السوق الكفاء سوقاً عادلاً، فالأسعار تعكس الصيغة الحقيقية للأوراق المالية، وبذلك يستطيع المستثمر العادي معرفة القيم الحقيقية للاستثمارات المختلفة، بما يجعله يتجه تلقائياً نحو المجالات الأكثر ربحية والمنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة ومربحة وهذا يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد.¹⁶

2- مستويات كفاءة الأسواق المالية:

تعتبر الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً، لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات هي¹⁷:

أ- **المستوى الضعيف:** يعني هذا المستوى أن الأسعار تسير بصورة عشوائية وهذا يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، وفي هذه الحالة فإن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية. ويطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.

ب- **المستوى المتوسط:** أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار. وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.

ت- **المستوى القوي:** أي أن الأسعار ينعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة، أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستعكس على الأسعار. وعليه، فليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر على السعر وكذلك لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية. وتحقيق هذه الصيغة لا يتطلب فقط أن يكون السوق كفوفاً بحيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بل يتطلب أيضاً أن يكون السوق كاملاً، حيث تتاح كل المعلومات للجميع في ذات الوقت.¹⁸

3-أنواع الكفاءة في الأسواق المالية:

يوجد نوعين من الكفاءة للأسواق المالية، والمتمثلة فيمايلي:

3-1 الكفاءة الكاملة : يشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل

بشكل سريع وفوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصلا زمنيا بين تحليل

المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل، أو السعر التوازني للورقة المالية.¹⁹

وحتى تتسم السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي ذلك توافر الشروط التالية²⁰ :

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف؛
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها؛
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق، بحيث لا يستطيع أي مستثمر التأثير بمفرده على سعر الأصل المالي؛
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

3-2 الكفاءة الاقتصادية: وهي تعن وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها، وانعكاس تلك

المعلومات على أسعار الأسهم. بمعنى أنه في ظل الكفاءة الاقتصادية لأسواق رأس المال علينا أن ننتظر بعض

الوقت بعد حصولنا

على المعلومات حتى تظهر آثار هذه المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أنه سيكون هناك فرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمتها الاستثمارية أو الحقيقية لفترة زمنية معينة. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحقق الكفاءة الاقتصادية في أسواق رأس المال يتطلب توافر شرطين أساسيين هما،

كفاءة التشغيل، وكفاءة التسعير.

4-متطلبات كفاءة سوق رأس المال :

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات

الأكثر ربحية. وفي هذا الصدد، يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:²¹

- **الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشتررون عوائد مستقبلية. هذا يعني، أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلته الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال،
- **الدور غير المباشر:** يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

لا يزال مفهوم الكفاءة يتصف بعد الوضوح، ويحتاج إلى بعض التوضيح، ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه السمات الأساسية التالية لذلك والتي تتمثل فيما يلي:²²

أ- كفاءة تخصيص الموارد:

يشير مفهوم كفاءة تخصيص الموارد إلى ضمان تحقيق السوق للتخصيص الكفء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيهها إلى الأنشطة ذات العائد الأعلى. بمعنى أن يتم تدفق رأس المال إلى المشروعات الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والمخاطرة المعقولة.

ب- كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية:

تعرف أحيانا بالكفاءة الداخلية، وهي تعبر عن مدى قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المشاركين في السوق تكاليف مرتفعة، وبحيث لا يتمكن أي فرد أو جهة (التجار أو المتخصصين أو صناع السوق) من تحقيق هامش ربح أعلى.

ج- كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية:

تعرف أحيانا بكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية، وهي تعبر عن "توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق، وكذلك تنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة".²³ كما تسعى أن يمتلك كافة المشاركين نفس الفرص في تحقيق الأرباح، ويصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين. وكما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. وهذا يتحقق بتوظيف حرية دخول الأسواق، والتنافس بين السماسرة الذين عن طريقهم يتم التعامل بصورة لا تسمح لهم بالحصول على أرباح احتكارية. وبالنظر إلى واقع الأسواق المالية المعاصرة نجد أن أكبر الأسواق المالية العالمية كسوق نيويورك وسوق طوكيو، تسودها أكبر وأقدم الاحتكارات، إلى درجة أن مقعد السماسرة في إحدى الأسواق يكلف مئات الآلاف من الدولارات وهذا يدعو إلى الاعتقاد إن دخول تلك الأسواق لا يتسنى إلا لعدد من حدود من السماسرة ومما يجعل تكلفة التبادل في تلك الأسواق مرتفعة وتتجاوز الحد الأدنى المطلوب، وهكذا فإن الأسواق المالية المعاصرة لا يتحقق لها الكفاءة الداخلية.

5- الخصائص التنظيمية والإدارية للسوق المالي الكفؤ:

من أهم الخصائص التنظيمية والإدارية الواجب توافرها في السوق المالي للوصول إلى مستوى الكفاءة المعقول مايلي:²⁴

- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول؛
- وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها وتراقب عمليات التداول عن كثب؛
- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية؛
- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة؛

- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة؛
- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشطة في الأسهم؛
- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول؛
- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق؛
- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، وأن يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة.

6- علاقة الأزمة المالية العالمية بأداء وكفاءة الأسواق المالية:

إن قيام بعض الخبراء الاقتصاديين بتحميل مسؤولية نشوء الأزمة المالية الراهنة لفرضية كفاءة السوق بالنظر لكونها كانت بمثابة السبب الرئيسي في تقليل مراقبي السوق ومؤسساتها من مخاطر انفجار الفقاعات المالية، على اعتبار أن أسعار الأوراق المالية إنما تعكس المعلومات السائدة والمتوفرة بالأسواق. إن الربط بين نشوء الأزمة المالية العالمية بما فيها من جذور متشابكة وتفاصيل معقدة وبين فرضية أداء وكفاءة الأسواق التي قد تصيب وقد تخطئ غير سليما، خاصة وأن هذه الفرضية كانت وعلى أي الأحوال فربما يكون الإيمان المطلق بهذه الفرضية وراء بعض السلوك غير المنضبط بالأسواق، أو كان هناك افتراض في غير محله عن رشد وخبرة جميع المتعاملين بالأسواق، أو وجود تصورات خاطئة أحيانا بأن المعلومات المتاحة بالسوق كلها دقيقة وجيدة وشفافة ولا تتضمن نسبة ولو ضئيلة من التضليل أو الغش، ومن ثم فمن الممكن أن يكون قد ترتب على ذلك بعض التأثير السلبي لهذه الفرضية، وإن كان هذا ليس عيبا مباشرا فيها، إلا أنه لا يمكن القبول بأن هذه الفرضية في أي الأحوال كانت بمثابة السبب الرئيسي للأزمة المالية.²⁵

ثالثا - السمات المشتركة للأسواق المالية العربية:

- رغم ما تشهده البورصات العربية من تطورات وإصلاحات فإنها ما زالت تتسم ببعض السمات المشتركة التي تجعلها في حاجة إلى مزيد من التطور، وأهم هذه السمات مايلي:²⁶
- **ضيق نطاق السوق:** ويعزى ذلك إلى محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي وضآلة الطلب عليه في هذه الأسواق. وترجع أهم أسباب ضعف الطلب إلى استحواذ معاملات الأفراد على حجم التعامل في السوق العربية، فعلى سبيل المثال يستحوذ الأفراد على 80% من حجم التعامل في السوق المصرية بينما تستحوذ المؤسسات على 20% وهو عكس ما هو موجود في أسواق الدول المتقدمة، إلى جانب ذلك توجد أسباب أخرى لضعف الطلب، ومنها انخفاض العائد على الأوراق المالية، بالإضافة إلى قصور الوعي لدى جمهور المدخرين، ووجود بعض القيود على طرح إصدارات أوراق مالية لأسواق عربية في أسواق عربية أخرى.
 - **تركز عمليات التداول:** تعاني معظم البورصات العربية من تركيز عمليات التداول في عدد محدود من الأسهم، وهو ما يعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، إضافة إلى انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة.

- **ضعف التنويع في الأوراق المالية:** تتسم الأسواق المالية العربية بعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة، وهو ما يضع قيوداً على المستثمرين لتنويع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر.
- **ضعف درجة السيولة:** إن من الوظائف الأساسية لسوق المال الكفاءة في تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بها، لما يمثله ذلك من عامل جذب للمستثمر، ويعكس واقع البورصات العربية ضعف في سيولتها، ويظهر ذلك من خلال انخفاض عمليات التداول بها سواء التعاملات اليومية أو السنوية، وكذلك انخفاض عدد أيام التداول، والتي يبلغ متوسطها 59 يوماً في السنة.
- **التقلبات الشديدة في الأسعار:** تتسم البورصات العربية بشدة التقلبات في حركة الأسعار باعتبارها أسواقاً ناشئة حيث تعتمد هذه الأسواق على التمويل من مصادر خارجية ممثلة في القروض وإصدار مزيد من الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية، مما يثير المخاوف لدى المستثمرين ويعرضهم لخسائر مرتفعة.

رابعاً- انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية:

أدت الأزمة المالية العالمية إلى تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي للدول العربية وشح في السيولة والائتمان المصرفي، وخروج رؤوس أموال كبيرة من القطاع المالي العربي وتراجع الإيرادات النفطية. ظهرت الانعكاسات السلبية للأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية منذ منتصف سنة 2008، وبذلك تهاوت الأسواق المالية العربية أسوة بمثيلاتها العالمية وهبطت إلى مستويات لم تشهدها منذ سنوات. وكما يبين الشكل أسفله، سجل إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق تراجع قدر بنحو 770 مليار دولار أمريكي بنهاية سنة 2008، حيث خسرت الأسواق المالية العربية حوالي 569 مليار دولار أمريكي خلال السنة ككل.²⁷

كما نتج عن تداعيات الأزمة المالية العالمية، انخفاض مؤشرات الأسواق المالية العربية بنسب أكبر بكثير من نسب انخفاض مؤشرات الأسواق المالية للدول المتقدمة، حيث انخفضت المؤشرات الأوروبية والأمريكية والآسيوية بنسب تراوحت بين 30% و40% خلال سنة 2008، في حين سجلت بعض الأسواق المالية العربية انخفاضات وصلت إلى حدود 70%.

كان للأزمة الاقتصادية الراهنة التي ولدت وترعرعت في أحضان أسواق الأوراق المالية انعكاسات كبيرة، فقد شهدت الموازنة الأمريكية عجزاً قياسيماً نهاية الشهر السادس من سنة 2009 ليسجل رقماً مقداره 189,7 مليار دولار، ولم تكن الدول الكبرى الأخرى بمنأى عن هذه الآثار.

ولقد تأثرت أسواق الأوراق المالية العربية بشكل واضح بالاضطرابات وحالة عدم الاستقرار الذي شهدته عدد من الدول العربية خلال عام 2011، كذلك تأثرها بالتراجع الذي شهدته الأسواق المالية العالمية على إثر أزمة المديونية السيادية في منطقة اليورو، حيث خسرت البورصات العربية ما قيمته 115 مليار دولار من إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة فيها، في عام 2011.²⁸

خامسا- واقع الأسواق المالية العربية:

تعتبر الأسواق المالية في الدول العربية الأقل نموا مقارنة مع نظيراتها في الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها. كما أن تحرير أسواقها لاستقطاب الرساميل الأجنبية لم يتم إلا حديثا، وتشترك الدول العربية في مجملها في ما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن معظم حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغيرات التي شهدتها العالم في مطلع تسعينات القرن العشرين دفع بالدول العربية إلى تحرير اقتصادياتها، وقد تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي، بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية، فتم بذلك إنشاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات.²⁹

وبالرغم من أن جمهورية مصر قد سبقت دولاً عديدة من حيث إنشاء البورصة حيث يعود تاريخ بداية التعاملات في بورصة القاهرة والإسكندرية إلى سنة 1888 بل تصدرت المرتبة الخامسة بين بورصات العالم الأكثر نشاطا، إلا أن موجات التأميم في العهد الاشتراكي قلصت من نشاط البورصة بسبب انخفاض عدد الشركات المدرجة³⁰. كما أن بورصات المغرب، تونس ولبنان عرفت بداية نشاطها منذ النصف الأول من القرن العشرين غير أن تأثيرها على الاقتصاد كان محدودا للغاية. وقد شهدت أسواق المال في الدول العربية نموا خلال عام 2012 بلغ حوالي 60 مليار دولار بعد هبوط كبير خلال عام 2011، وشكل الانتعاش في بورصتي دولة الإمارات والمملكة العربية السعودية حوالي 80% من هذا النمو. ولقد أوضح صندوق النقد العربي في تقرير له أن إجمالي القيمة السوقية لـ 14 بورصة رسمية في العالم العربي بلغت نحو 944,2 مليار دولار بنهاية عام 2012 مقابل حوالي 884 مليار دولار بنهاية عام 2011 بزيادة وصلت إلى 60,2 مليار دولار³¹.

وأضاف التقرير أن معظم الأسواق العربية سجلت ارتفاعا خاصة سوقي الإمارات والسعودية اللذين حققا أفضل أداء عام 2012، حيث قفزت القيمة السوقية فيهما إلى حوالي 49 مليار دولار. وأشار نفس التقرير إلى أن سوق التداول في السعودية حقق زيادة بلغت 37 مليار دولار بينما ارتفع سوق أبوظبي بنحو 12 مليار دولار وسوق دبي بحوالي 700 مليون دولار.

وفي خارج إطار مجلس التعاون الخليجي حققت البورصة المصرية أفضل أداء بين الأسواق العربية، حيث قفزت إلى نحو 60,2 مليار دولار نهاية عام 2012 مقابل 48,6 مليار دولار نهاية عام 2011، بينما تراجع سوق المغرب إلى حوالي 52,9 مليار دولار مقابل 60 مليار دولار وانخفضت بورصة الأردن بشكل طفيف إلى 26,1 مليار دولار من 26,9 مليار دولار خلال نفس الفترة. كما حققت بقية الأسواق العربية زيادة في قيمتها الرأسمالية باستثناء بورصة دمشق التي وصلت إلى أدنى مستوى لها منذ إدراجها في قاعدة بيانات الأسواق المالية التابعة لصندوق النقد العربي حيث بلغت قيمتها حوالي 1,4 مليار دولار نهاية العام الجاري مقابل 1,5 مليار دولار نهاية العام الماضي.

وجاء الانتعاش في معظم الأسواق المال العربية عام 2012 بعد انخفاض حاد خلال العام الماضي، حيث فقدت قيمتها السوقية نحو 107 مليارات دولار لتصل إلى حوالي 884 مليار دولار نهاية عام 2011 مقابل 991 مليار

دولار نهاية عام 2010. وأرجع محللون الأداء السيئ عام 2011 إلى تدهور أسواق المال العالمية والتطورات السياسية في بعض الدول العربية.

وتعتبر البورصة السعودية أكبر بورصة في منطقة الشرق الأوسط حيث تستحوذ على نحو 40 % من إجمالي القيمة السوقية العربية لكنها تأثرت مثلها مثل البورصات العربية الأخرى بالتطورات العالمية عام 2011 حيث فقدت نحو 15 مليار دولار لتصل إلى 338.7 مليار دولار بنهاية العام مقابل 353.4 مليار دولار بنهاية عام 2010.

وما يمكن التوصل إليه من خلال متابعة تطور أسواق رأس المال العربية هو النتائج التالية:

- على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدوداً بسبب هيمنة القطاع المصرفي على التمويل في هذه البلدان؛
- على مستوى الأسواق الثانوية، تتسم بصغر حجمها وتدني القيمة السوقية للبورصات العربية وضعف حركة تداول الأوراق المالية على الرغم بنسب النمو المرتفعة في هذه المؤشرات لدى أغلب الدول العربية خاصة الخليجية منها؛
- انخفاض الطلب في العديد من البورصات العربية لقلة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي؛
- عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركات العمومية خاصة في الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار؛
- النقص الكبير الذي تعاني منه بعض البورصات العربية في مجال نشر المعلومات حول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.

وحتى يتحقق أداء أحسن في البورصات العربية يجب توفر جملة من الشروط أبرزها:³²

- خلق بيئة اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية لحشد المدخرات؛
- تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية؛
- توسيع التعاون بين البورصات العربية، والعمل على الاستفادة من الهيئات الإقليمية والدولية فيما يتعلق بالدعم الفني والمادي؛
- فتح البورصات العربية للتوظيفات البنينة، من خلال تسهيل تداول القيم بين البلدان العربية لاستيعاب الأموال الضخمة التي تتوفر عليها هذه الدول؛
- وجود بورصات على قدر عال من الكفاءة من شأنه أن يساهم في امتصاص الأموال المتداولة خارج الإطار الرسمي أو ما يعرف باقتصاد الظل.

سادساً - قياس كفاءة أداء بعض الأسواق المالية العربية بواسطة مؤشرات السوق:

1- أداء الأسواق المالية العربية:

ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة، بنسبة 1.5% خلال الربع الثالث من العام 2012 ، فيما كان هذا المؤشر قد سجل تراجعاً بلغت نسبته 6.4 % خلال الربع الثاني من نفس العام.

وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق العربية خلال الربع الثالث 2012، فقد كان أداء هذه الأسواق متفاوتا. فقد انخفضت مؤشرات صندوق النقد العربي لثمانية أسواق هي، الخرطوم، ومسقط، والمغرب، ودمشق، وتونس، وبيروت، والبحرين، والجزائر. أما بالنسبة للأسواق العربية الثمانية الأخرى، فقد سجلت مؤشرات الصندوق الخاصة بها ارتفاعات تراوحت نسبها بين 1,6% لبورصة قطر و 19,4% لبورصة مصر. كما شهدت القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية ارتفاعا نسبة 4,8% مع نهاية هذا الربع الثالث، لتبلغ نحو 930,4 مليار دولار في نهاية سبتمبر 2012، مقارنة بنحو 888 مليار دولار بنهاية الربع السابق.³³

هذا وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسواق المال العربية بشكل فردي، فقد شهد التغير في تلك القيم تفاوتاً ملموساً خلال الربع الثالث من سنة 2012، فقد ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة في أسواق كل من السعودية، وأبوظبي، ودبي، وعمان، وقطر، ومسقط، ومصر. وقد سجلت أكبر هذه الارتفاعات في سوقي السعودية ومصر بنحو 21,8 و 10,4 مليار دولار على التوالي. وقد ساهم في ارتفاع القيمة السوقية للسوق المالية السعودية خلال هذا الربع، إدراج أسهم شركة الخطوط السعودية للتمويل للتداول. في حين، تراجع القيمة السوقية في أسواق كل من البحرين، والكويت، والمغرب، والجزائر، وتونس، ودمشق، والخرطوم، وفلسطين، وبيروت.

أما على صعيد ترتيب الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية، فلا تزال الأسواق المالية السعودية تصدر الأسواق المالية العربية، حيث بلغت القيمة السوقية لها في نهاية سبتمبر 2012، نحو 378,4 مليار دولار، وتمثل هذه القيمة نحو 40,7% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية. تليها في المرتبة الثانية، بورصة قطر بنحو 128,6 مليار دولار، ثم سوق أبوظبي بنحو 79,5 مليار دولار. تتبعها البورصة الكويتية بحوالي 79,1 مليار دولار، فبورصتي مصر و الدار البيضاء بنحو 66,5 و 51,5 مليار دولار على الترتيب، ثم سوق دبي المالي نحو 49,4 مليار دولار وذلك في نهاية سبتمبر 2012.³⁴

وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط وهي السوق المالية السعودية، وسوق الكويت، وسوقي الإمارات، وبورصة قطر، والبورصة المصرية، ما نسبته 97,3% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال هذا الربع الثالث من سنة 2012، وبلغت حصة السوق المالية السعودية وحدها نحو 78,7%. هذا وقد كانت السوق المالية السعودية والبورصة المصرية هي الأنشطة نسبياً خلال الربع الثالث 2012، حيث بلغ معدل دوران الأسهم* فيها نحو 25,2% و 12% على التوالي. فيما كانت هذه النسبة أقل من 5% في بورصات كل من دبي والكويت وعمان والبحرين وتونس ومسقط ولبنان والمغرب وأبوظبي وقطر والجزائر وفلسطين و سورية. وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، فقد انخفض هذا العدد ليلبلغ 1464 شركة في نهاية سبتمبر 2012 مقابل 1467 شركة في نهاية جوان من نفس السنة.

* معدل دورات السهم = قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة / القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة.

الجدول رقم (02): القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم (مليون دولار أمريكي)

2012			2011			السوق
سبتمبر	أغسطس	يوليو	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الثالث	
79,461	77,065	7,549	79,461	74,827	73,851	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
15,832	27,137	25,741	26,858	25,945	26,750	سوق عمان
15,832	15,786	15,971	15,832	16,447	16,904	بورصة البحرين
378,359	378,275	365,204	378,359	356,555	323,752	سوق الأسهم السعودية
79,115	78,725	78,504	79,115	79,278	87,214	سوق الكويت للأوراق المالية
51,509	50,561	49,772	51,509	53,197	63,673	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
126	124	120	126	127	137	بورصة الجزائر
9,542	9,907	9,754	9,542	9,686	9,875	بورصة الأوراق المالية بتونس
49,360	48,873	48,744	49,360	47,380	51,200	سوق دبي المالي
1,151	1,192	1,215	1,151	1,273	1,878	سوق دمشق للأوراق المالية
1,844	1,797	1,844	1,844	3,032	2,555	سوق الخرطوم للأوراق المالية
2,654	2,592	2,624	2,654	2,662	2,802	سوق فلسطين للأوراق المالية
29,458	28,865	28,347	29,458	28,940	25,815	سوق مسقط للأوراق المالية
128,592	128,406	124,930	128,592	122,518	120,939	بورصة قطر
10,015	10,100	10,253	10,015	10,069	10,646	بورصة بيروت
66,528	60,506	55,933	66,528	56,059	53,529	البورصة المصرية
930,403	919,911	826,503	930,403	887,995	871,521	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، " أداء أسواق المالية العربية"، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص107.

2- قياس أداء الأسواق المالية للدول محل الدراسة:

لاختبار كفاءة السوق سنعتمد على مجموعة من المؤشرات المتعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية لقياس هذه الكفاءة. ومن بين هذه المؤشرات نذكر، مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، و رأس المال السوقي.

1- سوق الأسهم السعودية:

سنخصص هذا العنصر لدراسة التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى عدد من المؤشرات:

1-1- مؤشر عدد الشركات المدرجة:

تم خلال الربع الثالث 2012 إدراج أسهم شركة الخطوط السعودية للتموين برأسمال مقداره 820 مليون ريال في هذه السوق. وعليه ارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية ليصبح 156 شركة في الربع الثالث من سنة 2012 بعدما كان في حدود 148 شركة مدرجة في الربع الثالث من سنة 2011، علماً أن عدد الشركات المدرجة كانت لا تتجاوز 68 شركة في سنة 2002 لتصل إلى 126 شركة في سنة 2008. وبالرغم من هذا التطور الإيجابي، إلا أن هذا العدد يبقى منخفض إذا ما قورن مع عدد الشركات المدرجة في بورصات الدول المتقدمة، إلا أنه يعتبر مؤشر إيجابي بالنسبة لسوق الأسهم السعودي، حيث أنه كلما ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق، كلما اتسع حجم السوق وكلما أدى ذلك إلى زيادة كفاءته.

1-2- سيولة السوق:

فقد شهدت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثالث 2012 انخفاضا لتصل هذه القيمة إلى 91,9 مليار دولار أمريكي، مقارنة مع حجم تداول بلغ نحو 150 مليار دولار عن الربع الثاني من العام نفسه، أي بانخفاض ملموس قارب 37%. وبناءً على ذلك، انخفض متوسط التداول اليومي من نحو 2306 مليون دولار أمريكي عن الربع الثاني 2012 ليصل إلى 1641 مليون دولار أمريكي عن هذا الربع الثالث لسنة 2012. كما انخفض معدل دوران الأسهم ليلبلغ 24,3% خلال الربع الثالث 2012 مقارنة مع 42% عن الربع السابق.³⁵ وعليه يمكن القول أنه لا يمكن شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، وهو الأمر الذي يساهم في نقص سيولة السوق وبالتالي تراجع كفاءته.

1-3- رأس المال السوقي:

سجلت هذه القيمة ارتفاعاً ملموساً لتبلغ نحو 378,4 مليار دولار في نهاية الربع الثالث من سنة 2012، أي أكثر بنحو 21,5 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثاني من سنة 2011. وقد ساهم في هذا الارتفاع إدراج شركة جديدة في السوق المالية السعودية خلال هذا الربع الثالث من سنة 2012. وقدر متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة 2,43 مليار دولار في نهاية هذا الربع الثالث من سنة 2012. وهذا يدل على قدرة سوق رأس المال السعودي على تعبئة الادخار، وزيادة الاستثمار وزيادة الإصدارات الجديدة. كما أن تطور معدل رأس المال السوقي يدل على سرعة تطور سوق رأس المال السعودي. وعلى العموم يمكن القول أن سوق الأسهم السعودي قادر على التطور وبشكل سريع في المستقبل، كما أن له القدرة على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، وهي كلها عوامل تساعد على تطور السوق واتساعه ومن ثم زيادة كفاءته.

الجدول رقم (02): تطور أداء السوق المالية السعودية

2012				2011		
سبتمبر	أغسطس	يوليو	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الثالث	
عدد الشركات المدرجة						
156	156	156	156	155	148	السوق المالية السعودية
القيمة السوقية						
378,359	378,275	365,204	378,359	356,555	323,752	بالدولار الأمريكي (مليون)
أحجام التداول						

27,386	27,411	37,080	91,880	149,858	51,472	بالدولار الأمريكي (مليون)
4692,2	4113,2	6637,5	15442,9	27732,5	7925,6	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
17	19	23	56	65	59	عدد أيام التداول
1610,9	1713,2	1612,2	1640,7	2305,5	872,4	متوسط التداول اليومي
7,2	7,2	10,2	24,3	42,0	15,9	معدل دوران السهم %

المصدر: صندوق النقد العربي، " أداء أسواق المالية العربية"، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص 371.
2- البورصة المصرية:

تعتبر سوق الأوراق المصرية واحدة من أقدم الأسواق في العالم حيث أنشأت بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883م ثم تبعها إنشاء بورصة القاهرة عام 1898. وقد مرت السوق المصرية للأوراق المالية بمراحل عديدة ارتبطت بالفلسفة الاقتصادية السائدة خلال هذه المراحل والتي تتباين بين الحرية الاقتصادية والتخطيط الاقتصادي الشامل إلى أن استقر الوضع الراهن إلى التوجه إلى اقتصاد السوق.³⁶

ورغم الأوضاع الاقتصادية السيئة إلا أن 79% من الشركات المقيدة حافظت على تحقيق أرباح خلال النصف الأول من سنة 2011، وحتى الشركات المتوسطة والصغيرة في بورصة النيل، فقد حققت 15 شركة منها صافي أرباح خلال النصف الأول من سنة 2011.³⁷

2-1 مؤشر عدد الشركات المدرجة:

واستمرارا لدور البورصة في دعم الشركات ومساعدتها على النمو، وبالرغم من الظروف الصعبة التي تمر بها مصر، إلا أن البورصة كان لها دورا رائدا في تمويل الشركات حيث بلغت قيمة زيادات رؤوس الأموال التي تمكنت الشركات من تمويلها من خلال البورصة نحو 7 مليار جنيه خلال سنة 2011 كما تم قيد 9 شركات جديدة بالبورصة خلال نفس السنة.³⁸

كما ارتفع عدد الشركات المسجلة في بورصة مصر من 1110 شركة سنة 2001 إلى 1150 سنة 2002، وما عدا هذا الارتفاع عرفت البورصة انخفاضا في عدد شركاتها طيلة الفترة الممتدة من 2003 إلى 2012، حيث انخفض عدد الشركات المسجلة من 1150 شركة سنة 2002 إلى 373 شركة سنة 2008 وصولا إلى 212 شركة في الربع الثالث من سنة 2012. وإن كان هذا يعني اتجاه بورصة مصر نحو الانكماش، الأمر الذي من شأنه أن يؤثر على حجم الاستثمار كما أنه يقلل من اتساع السوق، إلا أنه يعني كذلك خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة.

2-2 سيولة السوق:

ونتيجة لأحداث الفترة الانتقالية وعدم وضوح الرؤية وتزامن ذلك مع الأزمة العالمية فقد تراجعت أحجام التداول بشكل ملحوظ، حيث قدر المتوسط اليومي لحجم التعاملات في السوق المصري خلال 2011 بنحو 716 مليون جنيه مقارنة بمتوسط يومي بلغ 1,3 مليار جنيه في 2010، وخلال الربع الأخير من سنة 2011 تراجع متوسط قيمة التداول اليومي للأسهم إلى حوالي 255 مليون جنيه، ليصل إلى نحو 131.0 مليون جنيه في الربع الثالث من سنة 2012.

وعلى صعيد نشاط التداول، فقد عرفت قيمة الأسهم المتداولة خلال هذا الربع الثالث من سنة 2012 تراجعاً لتبلغ نحو 8125 مليون دولار أمريكي، مقابل قيمة بلغت 9207 مليون دولار أمريكي عن الربع الثاني من سنة 2012. كما انخفض معدل دوران الأسهم ليلبلغ نحو 12.2% خلال الربع الثالث 2012 مقارنة مع نحو 16.4% خلال الربع الثاني من سنة 2012³⁹، بعدما كان يتراوح ما بين 22.12% و 100.6% ما بين الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2008.

2-3- رأس المال السوقي:

عرفت بورصة مصر نموا إيجابيا ومتتاليا، وبمعدلات مرتفعة من سنة لأخرى في قيمة رأس المال السوقي، حيث انتقلت من 111.333,2 مليون جنيه في سنة 2001 لتصل إلى 473.738,00 مليون جنيه سنة 2008. والانخفاض الوحيد المسجل كان سنة 2008 حيث انخفض رأس المال السوقي سنة 2008 بـ 38,34% (768.276,00 مليون جنيه) مقارنة بسنة 2007 (768.276,00 مليون جنيه)، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم في بورصة مصر في هذه الفترة.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد عرفت هذه القيمة ارتفاعاً لتصل إلى 66,53 مليار دولار في نهاية الربع الثالث 2012، أي أكثر بنحو 10,47 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثاني من نفس السنة.

ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ نحو 313,8 مليون دولار في نهاية هذا الربع الثالث. وفي إطار دور البورصة الأساسي لدعم الاقتصاد الوطني ومساعدة الشركات في زيادة رؤوس أموالها في الفترة الحرجة التي تمر بها مصر، كونت البورصة المصرية فريق عمل وذلك للعمل على استقطاب شركات جديدة للقيد في البورصة المصرية. ومن جانب آخر ولمزيد من الإثابة المعلوماتية، أطلقت البورصة المصرية مؤشراً جديداً (EGX20 Capped) يوفر للمستثمرين القدرة على قياس أداء السوق من خلال أداء العشرين شركة الأكثر نشاطاً مع وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحد داخل المؤشر بما لا يتجاوز 10%، ويأتي إطلاق المؤشر الجديد بهدف تنويع أدوات قياس أداء السوق أمام فئات المستثمرين المختلفة وخاصة مديري صناديق الاستثمار. كما انضمت مصر لمؤشر داو جونز الاتحاد الأوروبي الآسيوي للبورصات تاييتز 50 المتوازن والذي صُمم ليكون بمثابة أساس للمنتجات المالية مثل الصناديق الاستثمارية والمنتجات المهيكلة، وقد حصلت مصر على ثاني أكبر وزن في المؤشر 16,4% وذلك بعد تركيا⁴⁰.

الجدول رقم (03): تطور أداء البورصة المصرية

2012				2011		
سبتمبر	أغسطس	يوليو	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الثالث	
عدد الشركات المدرجة						
212	212	212	212	212	214	السوق المصرية
القيمة السوقية						
66,528	60,506	55,933	66,528	56,059	53,529	بالدولار الأمريكي (مليون)
أحجام التداول						
3,990	2,155	1,985	8,125	9,207	5,443	بالدولار الأمريكي (مليون)

5,075	3,401	3,346	11,822	5,517	4,899	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
21	20	21	62	60	61	عدد أيام التداول
190,0	107,8	94,5	131,0	153,4	89,2	متوسط التداول اليومي
6,0	3,6	3,5	12,2	16,4	10,2	معدل دوران السهم %

المصدر: صندوق النقد العربي، " أداء أسواق المالية العربية"، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص 60.

3- بورصة الجزائر:

أقر المرسوم 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم التي عرفت فيما بعد ببورصة الجزائر بإنشاء بورصة القيم المنقولة، ومقرها العاصمة واعتبرها المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات الصادرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، كما أقر بتبعية الهيئتين التاليتين للبورصة:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة*(COSOB)؛
- شركة تسيير بورصة القيم**(SGBV).

واصلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في سنة 2010 نشاطات تهيئة الظروف اللازمة للشروع في إصلاح السوق المالية الذي سطرته الساحة المالية ووافقت عليه السلطات العمومية. ولقد شهدت سنة 2010 في إطار تحضير الانطلاق في هذا الإصلاح، استكمال عمليات تعبئة موارد تمويل المرحلة الأولى من إصلاح السوق المالية من طرف مقدمي الأموال الرئيسيين، وهي ميزانية الدولة، وميزانية تسيير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ومساهمة من شركة تسيير بورصة القيم، ودعم من برنامج الأمم المتحدة للتنمية في الجزائر.⁴¹ ويهدف هذا الإصلاح إلى مضاعفة مساهمة السوق المالية في تمويل عملية إنماء الاقتصاد الوطني من خلال تحسين المخصصات من الموارد.

3-1 مؤشر عدد الشركات المدرجة:

بالنسبة لعدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر، نلاحظ وجود ثلاثة شركات فقط وهي شركة رياض سطيف الأوراسي وصيدال، والتي انخفضت فيما بعد إلى شركتين فقط ابتداء من سنة 2006 وذلك بخروج الرياض سطيف من البورصة. ولقد استأنفت السوق الابتدائية للأسهم في سنة 2010 عملية إصدار سندات رأس المال وذلك بعد غياب طويل عن إصدار مثل هذا النوع من السندات في السوق، ويأتي هذا الإصدار الجديد لأسهم شركة التأمين "اليانس" ليعزز قسم الأسهم في بورصة الجزائر ليصبح ثلاثة أسهم.⁴² وعليه تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، سواء على مستوى العالم العربي أو على المستوى الدولي ككل. وانطلاقاً من ذلك وإذا أردنا قياس مدى اتساع حجم السوق، بالاعتماد على عدد الشركات المسجلة، من أجل الحكم على كفاءته، يمكننا القول أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن كفاءة سوق رأس المال فهي لم تقترب حتى من أصغر سوق من أسواق رأس المال العربية، فأين نحن من كفاءة سوق رأس المال⁴³.

3-2- سيولة السوق:

بالنسبة لمعدل دوران السهم في بورصة الجزائر، فقد سجل أعلى قيمة له سنة 2006 حيث بلغ 0,35% ، وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل دوران السهم عن الواحد الصحيح، وهو ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، ليستمر الانخفاض سنة 2007 حتى وصل إلى 0,22% في حين سجل ارتفاع طفيف سنة 2008 حيث بلغ 0,31%. ومع ذلك يعتبر هذا المؤشر ضعيف جدا، وهو ما يدل على عدم إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، الأمر الذي يعكس انخفاض سيولة بورصة الجزائر بشكل كبير، وهي تعد أقل نسبة مقارنة مع أسواق رأس المال العربية، وهو ما يجعلنا بعيدين جدا عن كفاءة سوق رأس المال⁴⁴.

كما بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثالث من سنة 2012 نحو 285 ألف دولار، مقابل 291 ألف دولار عن الربع الثاني من العام ذاته. وفيما يتعلق بمتوسط التداول اليومي، فقد ارتفع بشكل طفيف ليبلغ نحو 11,9 ألف دولار عن الربع الثالث 2012 ، مقابل 11,6 ألف دولار عن الربع السابق. فيما استقر معدل دوران الأسهم عند 0,23% خلال الربع الثالث من سنة 2012 ، بالمقارنة مع الربع الثاني من نفس السنة⁴⁵. كل ذلك يجعلنا نستنتج أن بورصة الجزائر تعرف ركودا في نشاطها كما أنها تنمو بمعدل بطيء جدا، وكذلك تمتاز بالتذبذب.

3-3- رأس المال السوقي:

الجدول عرف رأس المال السوقي انخفاضات في أغلب السنوات، ما عدا الزيادة الوحيدة المسجلة سنة 2006، حيث قدر بـ 6.710 مليون دينار جزائري أي بنسبة زيادة قدرت سنة 2006 بـ 4,84% مقارنة بسنة 2005 ليتراجع في سنة 2008 محققا 6.500 مليون دينار جزائري.

كما استمرت وتيرة التراجع لغاية سنة 2012 أين انخفض رأس المال السوقي ليبلغ نحو 125,9 مليون دولار في نهاية هذا الربع من نفس السنة، أي بانخفاض بنحو 0,6 مليون دولار بالمقارنة مع رأس المال السوقي في نهاية الربع الثاني من سنة 2012 ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ نحو 63 مليون دولار في نهاية الربع الثالث 2012.⁴⁶

وهذا يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر، كما يعكس عجز بورصة الجزائر على تعبئة الادخار وزيادة الاستثمارات، وعجزها عن زيادة الإصدارات الجديدة، كما أنها لاتساهم في تنويع المخاطر. بالإضافة إلى ذلك، فإن تطور معدل نمو رأس المال السوقي يقيس مدى سرعة تطور البورصة من جهة، واتجاه هذا التطور من جهة ثانية. وعليه يمكن القول أن بورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا، كما أن اتجاه تطور البورصة سلبي في أغلب السنوات.

الإضافة إلى ذلك نسجل انخفاض في سيولة السوق ، يعكسه انخفاض معدل دوران السهم، كما أن أيام التداول في البورصة محصورة في يومين فقط في الأسبوع ، يومي الاثنين و الأربعاء، وفي بعض الأحيان يكون حجم التداول معدوما، وهذا راجع لعدة أسباب منها انعدام ثقافة الاستثمار و الادخار في الجزائر، حيث نجد أن أغلب الجزائريين يفضلون الاستثمار في مجالات أخرى يعتقدون أنها أكثر أمانا و أقل مخاطرة، كالاستثمار في العقارات أو إيداع أموالهم في صناديق التوفير...الخ⁴⁷.

رقم (04) : تطور أداء بورصة الجزائر

2012				2011		
سبتمبر	أغسطس	يوليو	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الثالث	
عدد الشركات المدرجة						
2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
القيمة السوقية						
125,9	124,1	120,4	125,9	126,5	136,5	بالدولار الأمريكي (مليون)
أحجام التداول						
96,2	94,9	89,5	284,9	290,8	554,2	بالدولار الأمريكي (ألف)
16,6	12,7	10,7	40,0	32,0	53,1	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
8	8	8	24	25	25	عدد أيام التداول
12,03	11,86	11,19	11,87	11,63	22,17	متوسط التداول اليومي (ألف)
0,08	0,08	0,07	0,23	0,23	0,41	معدل دوران السهم %

المصدر: صندوق النقد العربي، " أداء أسواق المالية العربية"، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص 91.

سابعاً- مقومات نجاح السوق المالية العربية الموحدة:

يعد تطوير وانفتاح الأسواق العربية على بعضها البعض أمراً ضرورياً للغاية في ظل العولمة المالية والمستجدات الاقتصادية على الصعيدين العربي والعالمي بما يؤمن تعبئة المدخرات العربية وتوظيفها في أوجه الاستثمارات المختلفة. فالاندماج في النظام العالمي الجديد ومواجهة تحديات العولمة وإزالة الحواجز أمام تجارة السلع والخدمات وخاصة المالية منها؛ يفرض على أسواقنا العربية العمل على التطوير حتى يتم التوصل إلى سوق موحدة من خلال ربط البورصات العربية وإقامة سوق مالية عربية مشتركة، بالإضافة إلى ضرورة تطوير البنية المؤسسية لأسواق المال العربية وإعادة هيكلتها وتذليل العقبات التي تواجهها بالتعاون العربي المشترك. وعلى هذا فأهمية البحث تكمن في أهمية دراسة البورصات العربية كآلية تستهدف تحقيق التكامل المالي العربي وزيادة التدفقات المالية العربية. إن ربط أو اندماج الأسواق المالية العربية حلم راود العديد من الخبراء خلال العقود السابقة، ويعاد إثارته بين فترة وأخرى خاصة عندما تمر الأسواق العربية بمرحلة هبوط حاد في السعار والتداولات، وقد تمت عدة محاولات في السابق لجعل هذا الحلم حقيقة ولكن لم يكتب لها النجاح، ونستعرض هنا بعض المحطات الرئيسية في طريق ربط الأسواق المالية العربية:

1- مشروع البورصة العربية الموحدة في سنة 1982 في إطار الجامعة العربية الذي ضم في البداية أربع

بورصات هي : لبنان، عمان، تونس والمغرب، ويضم حالياً معظم الدول العربية، وقد تم التركيز في هذا

المشروع على النقاط التالية:

- إقامة بورصات جديدة؛
- نشر الوعي بعمل البورصة بين المواطنين؛

- تشجيع تبادل المعلومات والبيانات الخاصة بنشاط البورصات.
- 2- مشروع المؤسسة العربية للتقاص: تم إنشاء المؤسسة في لبنان في سبتمبر 1999 ، تعنى بشؤون التسوية والتقاص فيما بين السواق المالية العربية أو بينها وبين الأسواق المالية العالمية.
- 3- الشبكة العربية للأسواق : تم افتتاحها نهاية سنة 2001 ، وتقوم على بث لحظي للأسعار الفورية والتحليلات المالية عن الشركات المدرجة في 10 بورصات عربية وتوفير إمكانية تداول الأسهم بين هذه البورصات عبر الانترنت.
- 4- البورصة العربية: تم الإعلان عن انطلاقتها في سبتمبر 2006 بدعم من إتحاد الأسواق العربية ولم يتم تفعيلها تاريخه.

ولقد أكدت دراسة أعدتها الجمعية المصرية لدراسات التمويل والاستثمار « EG-FINANCE »* إن إنشاء بورصة عربية موحدة، يواجه اختلافات كثيرة في الآراء حول إمكانية نجاحها في ظل الظروف الحالية واختلاف آليات عدد من البورصات عن الأخرى، خصوصاً ما يتعلق بأنظمة التداول، وطبيعة القطاعات المقيدة في البورصات العربية. كما أوضحت الدراسة أن الأسواق العربية مختلفة فيما بينها من حيث درجة النشاط والأدوات المستخدمة والأهمية النسبية لكل أداة، ويستدل على ضيق نطاق الأسواق الثانوية في الدول العربية من خلال بعض المؤشرات، أهمها معدل دوران الأسهم، والذي يقيس كمية الأسهم المتداولة إلى كمية الأسهم القابلة للتداول (المدرجة)، ويقل هذا المعدل عن ما نسبته 10% في عدد كبير من الدول العربية . ورصدت الدراسة تفاوتاً عميقاً بين تجارب الدول في مجال البورصات وأسواق المال، فما زالت هناك بورصات مغلقة، ولا يسمح للأجانب بالتعامل فيها مثل السعودية، في حين أنه إذا لم يكن هناك قيد متبادل للأسهم بين البورصات فلا مجال لقيام بورصة موحدة .

كما أكدت المصرية للتمويل أن التكامل بين أسواق المال العربية سيكون بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار، وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة العربية، وهى بذلك تتلافى الآثار التضخمية إلى حد كبير، حيث إن التمويل من خلال الأسهم والسندات إذا قورن بالتمويل المصرفي من سوق النقد، فإن هذا الأخير يمكن أن يؤدي إلى زيادة مفرطة في عرض النقود، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، بينما إصدار الأسهم والسندات يتضمن امتصاص قوة شرائية من جمهور المتعاملين، وبالتالي يقلل من الآثار التضخمية، وهذا في صالح المنطقة العربية . وأضافت أن إقامة سوق مالية عربية مشتركة من شأنها تقليل مخاطر وجود الأموال العربية في الاقتصاديات المتقدمة، فمن الأفضل أن تزداد العلاقات المالية فيما بين الدول العربية حتى تتفادى المخاطر المحيطة بالأموال العربية في الخارج، مع ملاحظة أن هذه الأموال العربية المودعة في الخارج وصلت إلى 1400 مليار دولار⁴⁸.

كما أكد محسن عادل، نائب رئيس الجمعية المصرية لدراسات التمويل والاستثمار، أن الاتجاه الذي طرح مؤخراً لإنشاء بورصة عربية موحدة يجب أن يتم من خلال وضع إستراتيجية موحدة لأسواق المال العربية، تعمل على حماية هذه الأسواق من الاضطرابات المالية، وتحافظ على الثقة في نظام التعامل بالأوراق المالية، والحد من الأخطار التي من الممكن أن تواجهها، بما يكفل حماية المستثمرين ويضمن استقرار الأسواق المالية العربية، وذلك

* EGYPTIAN ASSOCIATION FOR FINANCING AND INVESTMENT STUDIES

يتطلب أولاً تنسيق جهود الهيئات الأعضاء في اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية وتوحيدها هو السبيل الوحيد لوضع هذه الإستراتيجية.

وأوضح محسن عادل أن الوقت الحالي، وفي ظل ظروف الربيع العربي، هناك صعوبة لتوحيد القوانين والإجراءات بين أسواق المال العربية، مشيراً إلى وجود اختلافات جوهرية في النظم الاقتصادية والسياسية والبنية القانونية بين هذه الأسواق، إلا أنه أكد أن هذا الاتجاه يجب البدء فيه بمجرد توافر الظروف المهيأة لذلك، حيث إن هذا الاتحاد هو ما سيضمن الحفاظ على الكيان الاستثماري لأسواق المال العربية⁴⁹.

الخاتمة:

تعتبر الأسواق المالية أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية، من أجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية، وانطلاقاً من وعي الدول العربية بهذه الأهمية بادرت كلها إلى إنشاء وتطوير بورصاتها، حيث نجد أغلب البورصات العربية حديثة النشأة وقد تأكد من خلال الدراسة أن عملية المقارنة بين بورصة الجزائر وباقي الأسواق محل الدراسة تعد صعبة، نظراً للفروق الواضحة بينها، حيث أن بورصة الجزائر مازالت غير واضحة المعالم. وإن كانت الدول العربية قد حققت تقدماً ملحوظاً في تنظيم ومتابعة أسواقها المالية، فإننا سنحاول اختبار مستوى الكفاءة في هذه الأسواق، لكي تكون قدوة للجزائر التي تكاد تتعدم فيها ثقافة الاستثمار والادخار وثقافة سوق رأس المال. ولقد حاولنا من خلال هذه الورقة البحثية المقدمة اختبار كفاءة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، وهي بورصة مصر وبورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي. واعتمدنا في ذلك على مجموعة من مؤشرات السوق التي تمكننا من الحكم على مدى كفاءة سوق رأس المال، ومن بين هذه المؤشرات استخدمنا مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، ومؤشر رأس المال السوقي.

أولاً-النتائج:

توصلنا انطلاقاً من ذلك إلى مجموعة من النتائج المرتبطة بالأسواق المالية العربية عامة والأسواق المالية للدول محل الدراسة:

أ- الأسواق المالية العربية:

- قلة التنوع وهذا راجع إلى ضالة العرض أمام المستثمر؛
- انخفاض السيولة في الكثير من البلدان العربية خاصة خلال الأزمة المالية العالمية؛
- تعتبر الأسواق المالية في الدول العربية ضعيفة وغير كفأة نظراً لغياب هذه المتطلبات كفاءة السوق؛
- ضعف حجم التداول في سوق الأوراق المالية العربية وقلة عدد المستثمرين وقد يرجع ذلك إلى أسباب منها عدم توافر البيئة القانونية التي تشجع على الاستثمار وتحميه.

ب- الأسواق المالية للدول محل الدراسة:

1. مؤشر عدد الشركات المدرجة: الذي يقيس مدى اتساع حجم السوق توصلنا إلى أنه بالرغم من أن عدد الشركات المدرجة يعد منخفضاً إذا ما قورن بعدد الشركات المسجلة في البورصات الكبرى في الدول المتقدمة، إلا أنه اتجه نحو النمو في السعودية دليلاً على التوجه نحو اتساع السوق من سنة لأخرى بالشكل الذي يساهم

- في زيادة كفاءة السوق مستقبلا، في حين عرفت كل من مصر والجزائر انخفاض متتالي من سنة لأخرى في عدد الشركات المسجلة، وهو الأمر الذي من شأنه أن يقلل من اتساع السوق، وبالتالي من كفاءته.
2. **مؤشر السيولة:** فيمكننا القول أن كل من سوق الأسهم السعودي، وبورصة مصر، كانت تتمتع بالسيولة، وإن كانت نسبة السيولة في مصر أقل من تلك المسجلة في السعودية. في حين سجل هذا المؤشر انخفاض شديدا في بورصة الجزائر، وهو الأمر الذي يبينه معدل دوران السهم الذي يعد أضعف معدل مقارنة مع باقي الأسواق محل الدراسة، حيث ينخفض معدل دوران السهم خلال إلى أقل من الواحد الصحيح، وهو ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، كما أن تطور معدل نمو قيمة التداول يعكس ركود نشاط بورصة الجزائر.
3. **مؤشر رأس المال السوقي:** سجل هذا المؤشر نموا إيجابيا في كل من سوق الأسهم السعودي وبورصة مصر، وهو ما يعكس قدرة هذه الأسواق على جذب المدخرات، وتشجيع الاستثمار بالشكل الذي يساعد على تطور السوق واتساعه واتجاهه نحو الكفاءة. في حين نجد أن بورصة الجزائر سجلت على خلاف الأسواق الأخرى محل الدراسة، انخفاض في رأس المال السوقي في معظم سنوات فترة الدراسة، وهذا يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر، كما يعكس عجز البورصة على تعبئة الادخار وتشجيع الاستثمار، كما أن معدل نمو رأس المال السوقي يعكس البطء الشديد في تطور بورصة الجزائر.
- كل هذه المؤشرات تجعلنا نستنتج أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن الكفاءة.

ثانيا - التوصيات:

- لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، نقدم مجموعة من التوصيات التي من شأنها أن تعمل على رفع مستوى كفاءتها:
1. تعميق الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي؛
 2. يتطلب الارتقاء بكفاءة السوق المالي رفع مستوى الأداء بتدريب العاملين في وتحسين مهاراتهم وتطوير مستوى أدائهم؛
 3. العمل على خلق سوق رأس مال عربية موحدة من خلال الاتفاقيات التي تحدد شروط التعامل و الإدراج المشترك بين الأسواق العربية، وهو الأمر الذي يتطلب بذل جهود أكبر للتنسيق فيما يخص القوانين، التشريعات، نظام العمل داخل السوق... الخ؛
 4. تعزيز التعاون مع البورصات الدولية للاستفادة من الخبرات العالمية، وهو ما يسمح بتطبيق معايير دولية في التعامل على مستوى أسواق رأس المال العربية؛
 5. العمل على زيادة درجة الإفصاح وتوفير المعلومات للمستثمرين من الأساسيات التي لا بد من توافرها لضمان كفاءة أي سوق مالية ونزاهتها؛
 6. استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين؛
 7. فتح بورصة الجزائر أمام أسواق رأسمال أخرى، وخاصة أسواق رأس المال العربية للاستفادة من تجاربهم في هذا الميدان؛
 8. العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في بورصة الجزائر، حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة؛

9. دعم وتشجيع الوسطاء في بورصة الجزائر، من أجل زيادة حركية و نشاط سوق رأس المال و بالتالي الرفع من سيولة القيم من خلال حث الوسطاء والمنشآت المصدرة للقيم على اللجوء إلى أساليب تنشيط السوق من خلال تحسين شروط التداول؛
10. وضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأسمالها وطرح أوراقها المالية في البورصة، من أجل تعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، بالإضافة إلى أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى زيادة الاستثمارات كما يساهم في اتساع السوق، هذه الخاصية الضرورية لتحقيق الكفاءة والغائبة عن بورصة الجزائر.

المراجع:

- (1) إبراهيم عاكوم، " أسواق الأوراق المالية العربية : انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية"، دراسات اقتصادية، العدد 09، 2009، صندوق النقد العربي، أبوظبي.
- (2) آلان بيفاني، " تطوير الأسواق المالية التقييم والتقلب اعتبارات خاصة بالأسواق الناشئة"، سلسلة الخبراء، العدد 39، مارس 2011، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
- (3) التميمي، أرشيد، وسلام، أسامة عزمي، " الاستثمار بالأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2004.
- (4) الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال إبراهيم، "الإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- (5) صندوق النقد العربي، " أداء أسواق المالية العربية"، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012.
- (6) لطرش سميرة، " كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
- (7) محمد حلمي عبد التواب، "البورصة المصرية والبورصة العالمية"، مؤسسة الطوبجي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004.
- (8) نبيل خليل طه سمور، " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق- دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية- غزة، 2007.

الهوامش :

¹ التميمي، أرشيد، وسلام، أسامة عزمي، " الاستثمار بالأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص110.

² منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص38.

³ أشرف شمس الدين، "أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2005، ص13. متوفر في شبكة الانترنت على الموقع:

<http://www.sca.ae/arabic/secured/publications/uploads/SeminarDec2005.pdf>

⁴ آلان بيفاني، مرجع سابق، ص 9-12.

- ⁵ التميمي، أرشيد، وسلام، أسامة عزمي، مرجع سابق، ص112.
- ⁶ الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال إبراهيم، "الإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص133.
- ⁷ نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق- دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية- غزة، 2007، ص34.
- ⁸ حماد، طارق، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص79.
- ⁹ الحناوي، محمد؛ مصطفى، نهال؛ العبد، جلال، "أسواق المال والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص123.
- ¹⁰ إباد محمد ملكاوي، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية في الدول الناشئة: أدلة عملية من السوق المالية الأردنية"، International Journal of Economics & Financial Studies، Vol 1 Issue 1 Dec (2011)، ص63.
- ¹¹ نقلا عن المزيني، عماد الدين محمد، "سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها"، رسالة ماجستير، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، القاهرة، 2002، ص31.
- ¹² مثنى عبد الإله ناصر، "كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات"، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 11/12/2005، ص4.
- ¹³ Elory Dimson, Massoud Mussavian, "A Brief History of Market Efficiency", WP Published in European Financial Management, London Business Schools, Vol. 4, N° 1 (March 1998), p 91.
- ¹⁴ الهندي، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص65.
- ¹⁵ مفتاح صالح، معارف فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد 7، 2010، ص182.
- ¹⁶ الزيدانين، جميل، "أساسيات في الجهاز المالي"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1999، ص108.
- ¹⁷ Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, "Financial Management Theory & Practice", 11th edition, South western, USA, 2005, p270-271.
- ¹⁸ عبد اللطيف، هناء، "قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001، ص31.
- ¹⁹ حنفي عبد الغفار، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص185.
- ²⁰ المعهد العربي للتخطيط، "تحليل الأسواق المالية"، جسر التنمية، العدد 27، مارس 2004، الكويت، ص9.
- ²¹ عبد الله بن محمد الرزين، "الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية - عمان في الفترة من 16 - 18/3/1426هـ، ص9.
- ²² Mensah, S., "The Essentials of An Efficient Market and Implications for Investors, Firms and Regulators", SEM Financial Group/African Capital Markets Forum, UNECA Workshop on African Capital Markets Development, 27-29 October 2003.
- ²³ علوان، قاسم، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص163.
- ²⁴ النجار، فريد، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص93.
- ²⁵ إباد محمد ملكاوي، مرجع سابق، ص64.

- ²⁶ أشرف محمد دوابه، " نحو سوق مالية عربية "، بحث مقدم لمؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي العربي، المنظم من طرف المنظمة العربية للتنمية الإدارية والجامعة الأردنية، عمان، خلال الفترة من 20-22 سبتمبر 2004، ص19.
- ²⁷ إبراهيم عاكوم، " أسواق الأوراق المالية العربية : انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية"، دراسات اقتصادية، العدد 09، 2009، صندوق النقد العربي، أبوظبي، ص11.
- ²⁸ صندوق النقد العربي، " التقرير السنوي 2011"، ص24.
- ²⁹ آلان بيفاني، " تطوير الأسواق المالية التقييم والتقلب اعتبارات خاصة بالأسواق الناشئة"، سلسلة الخبراء، العدد 39، مارس 2011، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص32-33.
- ³⁰ علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين، "التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر، 1974-2002"، أوراق صندوق النقد العربي، عدد 9، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، أبريل، 2004، ص21.
- ³¹ "60 مليار دولار مكاسب أسواق المال العربية في عام 2012"، المتصفح يوم 2013/01/28 على الساعة 11:28 على الموقع التالي: <http://www.pbf.org.ps/site/?q=pages/view/6414>
- ³² آلان بيفاني، مرجع سابق، ص 21.
- ³³ صندوق النقد العربي، " أداء أسواق المالية العربية"، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص8.
- ³⁴ نفس المرجع السابق أعلاه، ص9.
- ³⁵ نفس المرجع السابق، ص 33.
- ³⁶ محمد حلمي عبد التواب، "البورصة المصرية والبورصة العالمية"، مؤسسة الطوبجي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004، ص221-222.
- ³⁷ التقرير السنوي للبورصة المصرية 2011، ص4.
- ³⁸ نفس المرجع السابق، ص3.
- ³⁹ صندوق النقد العربي، " أداء أسواق المالية العربية"، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص57.
- ⁴⁰ التقرير السنوي للبورصة المصرية 2011، ص6.
- ⁴¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010، ص6.
- ⁴² نفس المرجع السابق، ص28.
- ⁴³ لطرش سميرة، " كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية "، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص278.
- ⁴⁴ نفس المرجع السابق، ص279.
- ⁴⁵ صندوق النقد العربي، " أداء أسواق المالية العربية"، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص89.
- ⁴⁶ نفس المرجع السابق.
- ⁴⁷ لطرش سميرة، مرجع سابق، ص281.
- ⁴⁸ محسن عادل، " لمصرية للتمويل: إقامة بورصة عربية موحدة صعب وسيواجه معوقات كثيرة"، جريدة اليوم السابع، الخميس 7 يونيو 2012.
- ⁴⁹ محسن عادل، " مشروع البورصة العربية الموحدة سيواجه صعوبات"، جريدة اليوم السابع، الجمعة، 18 يناير 2013.