

تحليل فاعلية الأسواق المالية في بلدان عربية مختارة: دراسة مقارنة
Analysis of the effectiveness of financial markets in
selected Arab countries: a comparative study
أ.م.د. مصطفى مهدي حسين^(١)

Mustafa Mahdi Hussain

جبار عبد الحسين حمود العبودي^(٢)

Jabbar Abd AL-Hussain Hmood

الخلاصة

يهدفُ البحث الى بيان أهمية فاعلية الأسواق المالية في عدد من الدول العربية من خلال التركيز على مجموعة من المؤشرات التي تقيس أداء السوق المالي، امتدت فترة البحث من العام ٢٠١٤ وحتى نهاية العام ٢٠١٨، وتم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية لتحليل البيانات ومنها (المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري)، وقد توصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات أهمها سجلت مؤشرات أداء سوق الأسواق المالية عينة البحث تذبذباً ملحوظاً في مستوياتها خلال سنوات البحث، باستثناء معدل رسملة السوق ومؤشر السوق السنوي الذي سجل تطوراً في مستوياته، وأوصى البحث بضرورة العمل على تعزيز نقاط القوة التي تتمتع بها الأسواق المالية عينة البحث من خلال زيادة فاعلية وكفاءة المؤشرات المالية لما له من أثر إيجابي على جذب وتوظيف رؤوس الأموال في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

١- كلية الادارة والاقتصاد / جامعة البصرة.

٢- ديوان الرقابة المالية الاتحادية. jabbaralaboody@gmail.com

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، معدل رسملة السوق، حجم التداول، القيمة السوقية، مؤشر السوق

السنوي.

Abstract

The research aims to demonstrate the importance of the effectiveness of financial markets in a number of Arab countries by focusing on a set of indicators that measure the performance of the financial market, the research period spanned from the year 2014 to the end of the year 2018, and a set of statistical methods were used to analyze data, including (arithmetic mean) The standard deviation, and the research reached a set of conclusions, the most important of which were the financial market performance indicators recorded a significant fluctuation in the levels of the research years, with the exception of the market capitalization rate and the annual market index that recorded development in its levels, and the research recommended the need to work to strengthen the strengths Enjoyed by the financial markets of the research sample through increasing the effectiveness and efficiency of financial indicators because of its positive impact on attracting and employing capital in various economic sectors.

المقدمة

أضحت الأسواق المالية تحظى باهتمام العديد من دول العالم سواء أكانت المتقدمة منها أو النامية، لأهمية هذه الأسواق في جذب وتوفير الموارد المالية وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية كونها تُعد أداة فاعلة للتمويل المباشر للاستثمارات وللمشاريع التنموية في مختلف القطاعات الاقتصادية، وذلك من خلال دورها المهم والاستراتيجي والوسيط بين الوحدات والأشخاص سواء أكانوا محليين أو أجانب التي لديها فائض من الأموال وبين الوحدات والأشخاص الطالبين لهذه الأموال لتمويل استثماراتهم.

تُعد فاعلية الأسواق المالية من المواضيع المهمة والحيوية والتي تعكس أداء السوق المالي في إعطاء صورة واضحة ودقيقة للمستثمرين عن فاعلية السوق، إذ تشكل فاعلية السوق المالية وكفاءته حافزاً للمستثمرين في زيادة استثماراتهم المالية في السوق والذي يساعد على دخول مستثمرين جدد وانعكاس ذلك على خطط التنمية الاقتصادية، وهذا ما تسعى إليه العديد من البلدان النامية ومنها الدول العربية التي تبقى الأسواق المالية في العديد منها غير فاعلة مقارنة بأسواق المال العالمية وترجع أسباب ذلك الى سيطرة القطاع العام أو هيمنة الدولة على مختلف القطاعات الاقتصادية وعدم إعطاء الدور المهم للقطاع الخاص للقيام بدوره، بالإضافة الى ضعف القطاع المصرفي العربي الذي يُعد الحجر الأساس في عمليات الادخار والاستثمار، والمشاكل المتعلقة بالأنظمة المحاسبية والتدقيق وما ينجم عنها من مشاكل الإفصاح والابلاغ المالي وغيرها من المعوقات التي تنعكس بالسلب على فاعلية الأسواق المالية في البلدان العربية، لذا شمل البحث على الأسواق المالية كل من (سوق أبو ظبي للأوراق المالية، البورصة المصرية، سوق العراق للأوراق المالية) وذلك

بسبب توافر البيانات ولكون اقتصاداتها تعكس أنظمة إنتاجية مختلفة فضلاً عن التشابه في الرقعة الجغرافية الاقتصادية العربية وقد امتدت فترة الدراسة للفترة من (٢٠١٤ - ٢٠١٨)، واعتمد الباحث عدد من المؤشرات المالية لقياس فاعلية الأسواق المالية وهي (معدل رسملة السوق، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الأسهم المتداولة، متوسط التداول اليومي، معدل دوران السهم ومؤشر السوق السنوي)، بالإضافة الى استخدام عدد من الأدوات الإحصائية منها المتوسط الحسابي والانحراف المعياري.

المبحث الأول: منهجية البحث Research Methodology

مشكلة البحث Research Problem

تعاين العديد من الدول العربية ومنها الدول عينة الدراسة، من التراجع أو عدم التطور في معدلات التنمية الاقتصادية مقارنة بباقي دول العالم، نتيجة الدور الضعيف الذي تلعبه الأسواق المالية في هذه البلدان والذي ينعكس على دعم عمليات الاستثمار والتمويل لمختلف القطاعات الاقتصادية وبالتالي انعكاس ذلك على معدلات النمو لأي بلد ومنها بلدان عينة الدراسة.

أهمية البحث Research Importance

تكمن أهمية البحث في لقاء الضوء على دور الأسواق المالية المهم والحيوي للعديد من القطاعات الاقتصادية، من خلال تأثيرها وتأثرها في مختلف القطاعات الاقتصادية، ومن هذا المنطلق فقد أولت العديد من البلدان سواء كانت المتقدمة أو النامية أهمية خاصة للأسواق المالية ولا سيما البلدان العربية التي تسعى جاهدة الى تطوير أسواقها المالية لينعكس ذلك التطور على عمليات التنمية والنمو الاقتصادي في هذه البلدان ومنها البلدان عينة الدراسة (الامارات العربية المتحدة، جمهورية مصر العربية، بالإضافة الى العراق).

هدف البحث Research Objective

يمكن بيان أهداف البحث من خلال ما يلي:

- أ. قياس فاعلية الأسواق المالية في البلدان عينة الدراسة باستخدام مجموعة من المؤشرات والتي تعبر عن أداء السوق المالي.
- ب. تحديد نقاط القوة والضعف في الأسواق المالية عينة الدراسة.
- ج. معرفة أداء الأسواق المالية عينة الدراسة وإعطاء المعلومات للمستثمرين والمحللين الماليين عن أداء هذه الأسواق.

فرضية البحث Research Hypothesis

انطلق البحث من فرضية أساسية مفادها لا تحقق الأسواق المالية في البلدان عينة الدراسة الفاعلية المطلوبة لتحسين أدائها من خلال تحديد نقاط القوة والضعف لكل سوق من هذه الأسواق المالية.

طرق جمع البيانات وأدوات البحث:

طرق جمع البيانات:

اعتمد البحث في استخراج النتائج على التقارير السنوية لكل سوق من الأسواق المالية عينة الدراسة وهي كل من (سوق أبو ظبي للأوراق المالية، البورصة المصرية، وسوق العراق للأوراق المالية) إذ اعتمد الباحث الفترة الزمنية الممتدة من (٢٠١٤ - ٢٠١٨).

أدوات البحث:

استخدم البحث عدد من المؤشرات المالية لقياس فاعلية الأسواق المالية وهي (معدل رسملة السوق، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الأسهم المتداولة، متوسط التداول اليومي، معدل دوران السهم ومؤشر السوق السنوي)، بالإضافة الى استخدام عدد من الأدوات الإحصائية منها المتوسط الحسابي والانحراف المعياري.

حدود البحث: The limits of the Research

شمل البحث على الأسواق المالية لكل من (سوق أبو ظبي للأوراق المالية، البورصة المصرية، سوق العراق للأوراق المالية) وذلك بسبب توافر البيانات ولكون اقتصاداتها تعكس أنظمة إنتاجية مختلفة فضلاً عن التشابه في الرقعة الجغرافية الاقتصادية العربية وقد امتدت فترة الدراسة للفترة من (٢٠١٤ - ٢٠١٨).

المبحث الثاني: الإطار النظري للبحث

مفهوم الأسواق المالية Concept of Financial Markets

تستمد الأسواق المالية مفهومها من المفهوم التقليدي للسوق بشكل عام، فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم ولكن أنواع السلع وأساليب تداولها هي التي تغيرت عبر التاريخ نتيجة تغير الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتغير احتياجات الأفراد وتطور وسائل الاتصال فيما بينهم (مطر وتيم، ٢٠٠٥: ٥٩)، تُعرف الأسواق المالية بأنها الأماكن التي تلتنقي فيها طلبات بيع وشراء الأوراق المالية بمختلف أنواعها، والتي يؤدي تنفيذها الى تحريك عمليات التداول بين أطراف السوق (الهيبي، ١٩٩٨: ٢٩)، وتُعد الأسواق المالية أحد القطاعات المهمة لرأس المال المستثمر الذي يعمل على توفير السيولة للأموال المستثمرة

على شكل أوراق مالية (أسهم وسندات) فهي تمثل الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال وذلك من خلال تحويل الأوراق المالية بسهولة ويسر الى نقود حاضرة، وبالعكس (الدوري، ٢٠١٠: ٣٥).

والسوق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها جمع الأشخاص أو المؤسسات الراغبة في اقتراض الأموال مع أولئك الذين لديهم فائض في الأسواق المالية (Brigham & Houston, 2010: 178).

ويُعرف كل من (Melicher & Norton) الأسواق المالية بأنها مواقع فعلية أو منبديات الكترونية تُسهل من تدفق الأموال بين المستثمرين والشركات والحكومات، إذ تُعد هذه الأسواق طرفاً لجمع من لديهم المال للاستثمار مع من يحتاجون الى الأموال (Melicher & Norton, 2017: 4)، في حين أن كل من (Mishkin & Eakins) عرفوا الأسواق بأنها الأداة الأساسية التي من خلالها يتم توجيه الأموال من الأسر والشركات والحكومات التي لديها فائض من الأموال وانفاق أقل من دخلها على أولئك الذين لديهم نقص في الأموال لأنهم يرغبون في انفاق أكثر من دخلهم (Mishkin & Eakins, 2018: 56).

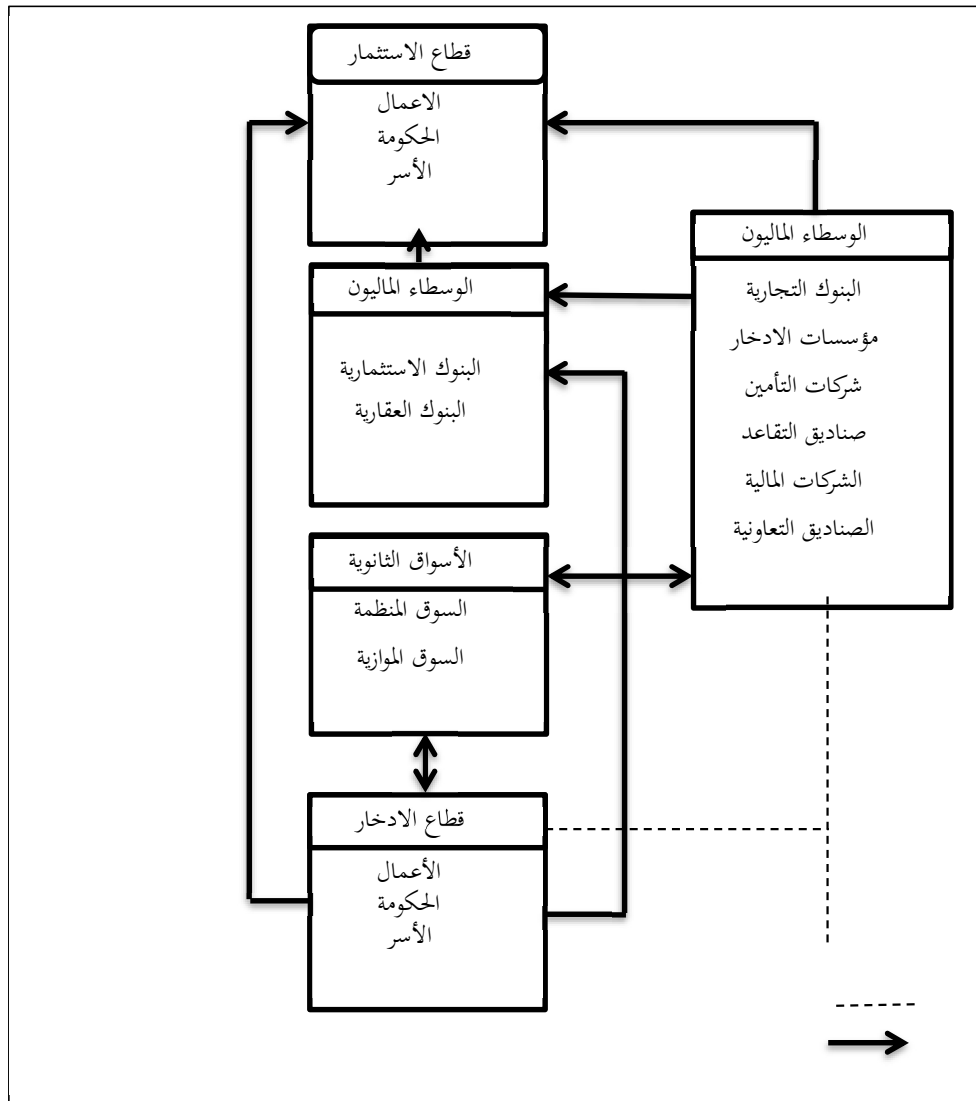
والأسواق المالية هي الأماكن التي يتم فيها شراء وبيع الأدوات المالية، وتعتبر آخر تُعد الأسواق المالية الجهاز العصبي لاقتصاد أي بلد من بلدان العالم، إذ تقوم بنقل المعلومات والرد عليها بسرعة وتخصيص موارد الأسواق وتحديد الأسعار (Cecchetti & Schoenhottz, 2017: 7)،

أهمية الأسواق المالية Importance of Financial Markets

تؤدي الأسواق المالية دوراً مهماً في العديد من اقتصاديات بلدان العالم وخاصة البلدان التي يكون بها للأسواق المالية دور مهم في الحياة الاقتصادية، وتتجلى أهمية الأسواق المالية من خلال:

١. تعد الأسواق المالية إحدى القنوات الأساسية التي من خلالها يتم تحويل الأموال من الوحدات أو الأشخاص الذين يمتلكون فائضاً الى الوحدات أو الأشخاص الذين يعانون من نقص في الأموال، أي أنها تؤدي وظيفة الوسيط بين عرض الأموال والطلب عليها، والشكل التالي يوضح دور الأسواق المالية في تحويل الأموال من قطاع الادخار (وحدات الفائض) الى قطاع الاستثمار (وحدات العجز) (Horne & Wachowicz, 2008: 28).

شكل رقم (١) تدفق الأموال في الاقتصاد والآلية التي توفرها الاسواق المالية لتوجيه المدخرات للمستثمرين النهائيين



Source: Van Horne & Wachowicz, (2008) (Fundamentals of Financial Management) P: 28.

تشير الأسهم المتقطعة باللون الأسود الى اتجاه تدفق الأموال (تدفق الأوراق المالية بالاتجاه المعاكس)
يشير السهم باللون الاسود الى أن الاوراق المالية الخاصة بالوسطاء الماليين (كحسابات الادخار او سياسات التأمين)

تلعب السوق المالية دوراً رئيساً في تنفيذ السياسة النقدية للدولة إذ بواسطة السوق المالية (سوق النقد) يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة وكذلك عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دوراً كبيراً في السوق وبالتالي يستطيع البنك المركزي تحقيق أهداف السياسة النقدية التي يبتغيها (Appleyard, et.al., 2005:503).

٢. يُعد التمويل من خلال أسواق المال أقل كلفة ولا يؤدي إلى أضرار من ناحية التضخم مقارنة بطرق التمويل الأخرى التي تقوم بها البنوك والمؤسسات المالية الأخرى.

٣. تساهم الأسواق المالية الحكومية في توفير جزء من احتياجاتها المالية عن طريق طرح اذونات الخزينة والسندات الحكومية للاكتتاب العام (عبادي، ٢٠١١: ٢٢).

٤. رفع مستويات الانتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية ورفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول الفردية أو على المستوى القومي (الجواري وآخرون، ٢٠٠٩: ٢٨٣).

٥. تلعب الأسواق المالية دوراً في توفير السيولة للمقرضين والمدخرين، من خلال سرعة تحويل الأصول إلى نقد دون خسارة، فبدون الأسواق المالية والهيكل المؤسسي الذي يدعمها، سيكون بيع الأصول أمراً بالغ الصعوبة.

٦. تتيح الأسواق المالية للمستثمرين الحماية ضد العديد من المخاطر المالية التي تعترض استثماراتهم من خلال تنويع هذه الاستثمارات عن طريق بناء محفظة استثمارية تضم مختلف الأدوات المالية ولقطاعات اقتصادية مختلفة، إذ تُعد الأدوات المالية المتعامل فيها بالأسواق المالية وسيلة لنقل المخاطر، حيث تتيح الأسواق المالية شراء وبيع المخاطر مع الاحتفاظ بالمخاطر التي تريدها والتخلص من المخاطر غير المرغوب فيها (Cecchetti & Schoenhottz, 2017: 55).

تصنيف الأسواق المالية Financial Markets Classification

تتعدد تقسيمات الأسواق المالية نظراً لتعدد المؤسسات والوحدات التي تحتاج الأموال فضلاً عن اختلاف الأغراض التي من أجلها يتم طلب وعرض الأموال، وتستخدم الأموال بشكل عام في مجالين:

المجال الأول: تمويل رأس المال الأساسي أو المستثمر (Invested Capital).

المجال الثاني: تمويل رأس المال العامل (Working Capital).

وتستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال المستثمر في تمويل شراء الأصول الثابتة الموظفة في النشاط الرأسمالي بينما تستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال العامل في تمويل شراء الأصول المتداولة الموظفة في النشاط التشغيلي (مطر وتيم، ٢٠٠٥: ٦١)، وبالتالي يشمل مفهوم الأسواق المالية كلاً من أسواق النقد

التي تتعامل بأدوات التمويل قصيرة الأجل، وأسواق رأس المال التي تتعامل بأدوات التمويل طويلة الأجل بالإضافة الى أسواق المشتقات وأسواق العملات (باكير، ٢٠٠٨: ٤٠).

أ. السوق النقدية Money Market

هي السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية قصيرة الأجل وتسمى سوق السيولة، إذ تتعامل أغلب الشركات المساهمة الكبيرة في هذه السوق، وتُعد هذه السوق ذات أهمية خاصة في مجال تنفيذ السياسة النقدية، وغالباً ما يتم تداول أدواتها (الأوراق المالية) بخصم من قيمتها الاسمية (العامري، ٢٠١٣: ١٤٠).

تسهل السوق النقدية بيع سندات الدين قصيرة الأجل من قبل وحدات العجز الى وحدات الفائض، إذ يُشار الى الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق باسم الأوراق المالية لسوق النقد، وهي سندات دين ذات استحقاق مدته سنة واحدة أو أقل (Brandimarte, 2018: 239)، وأسواق النقد هي اسواق سندات الدين قصيرة الأجل (أقل من سنة) وتشمل أذونات الخزانة، القبولات المصرفية، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول والصادرة عن الحكومة والمؤسسات التجارية والمالية (Shim & Siegel, 2007: 6).

ب. سوق رأس المال Capital Market

سوق رأس المال هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الدين طويلة الأجل (أي ذات الاستحقاق لسنة واحدة أو أكثر) (Mishkin, et, al., 2013: 27)، وتتضمن هذه السوق التداول بالأوراق المالية ذات آجال الاستحقاق طويلة الأجل (عادة ما تكون أكثر من سنة حتى تاريخ الاستحقاق) كالسندات والأسهم (McMenamin, 1999: 83)، وتلعب أسواق رأس المال دوراً مهماً في عملية الجمع ما بين المقترضين والمقرضين، وفي السماح للمستثمرين باختيار نوع الاستثمار الذي يلبي متطلبات المخاطر على أفضل وجه وفي المساعدة على تقييم أداء الشركات من خلال أسعار أسهمها في السوق (Atrill, 2009: 5).

تتعامل أسواق رأس المال في الأوراق المالية ذات آجال الاستحقاق طويلة الأجل التي تزيد فترة استحقاقها عن السنة الواحدة، وتشارك معظم الشركات الكبيرة في أسواق رأس المال خاصة عندما يكون لديها أموال نقدية أكثر مما هو مطلوب لإدارة أعمالها (Moyer, et, al., 2012: 32)، وتختلف عن السوق النقدية التي تعد سوق سيولة، بينما سوق رأس المال هي سوق احتياجات مالية طويلة الأجل ولهذا فإن مخاطرتها تكون أكبر من مخاطرة السوق النقدية، وأسواق رأس المال تُعد أسواق مركزية أكثر من السوق النقدية وان المتعاملين الرئيسيين في هذه السوق هم (شركات الأعمال، الحكومة، الأفراد)، والأدوات المالية في هذا السوق تشمل

استثمارات الملكية وتضم كل من الأسهم العادية (Common Stocks) والأسهم الممتازة (Preferred Stocks)، واستثمارات المديونية كالسندات (Bonds) (العامري، ٢٠١٣: ١٤٠).

مؤشرات قياس فاعلية الأسواق المالية

يعد مؤشر السوق مقياساً حقيقياً لأداء سوق الأوراق المالية سواء في البلدان المتقدمة أو في البلدان النامية، فهو يلخص الأداء الإجمالي للسوق، ونظراً لكون المؤشر يتكون من الشركات في القطاعات الاقتصادية المختلفة، فضلاً عن أنه يعد أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، فإنه يمكن أن يمثل مرجعاً واضحاً للمستثمر في سوق الأوراق المالية. ويعرف مؤشر السوق على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر بتحديد قيمته في البداية وتتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي لحظة زمنية، مما يتيح إمكانية معرفة تحركات السوق بالارتفاع أو الانخفاض، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها (الحناوي، ٢٠٠٤: ٢٥١)، وتعد أحد أهم وظائف المؤشرات هي تمثيل سوق الأوراق المالية عند قياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) في الأصول الفردية أو المحافظ الاستثمارية، إذ يعد المؤشر ممثلاً (Proxy) عن سوق معين، وبحساب علاقة عوائد الأصول بمؤشر السوق يكون حساب المخاطر النظامية التي تستخدم متغيراً أساسياً في أنموذج تسعير الأصول لتحديد العوائد المطلوبة والتي تتكافئ مع مخاطر الأصل والمحفظة، ومن ثم تحديد الأسعار المعدلة لهذه الأصول (Peilly & Brown, 2003: 150)، وارتبط تطور سوق الأوراق المالية بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت المصارف التجارية على القطاع المالي، ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليين ونمت أسواق الأسهم والسندات، ولتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها: حجم سوق الأوراق المالية (رسملة سوق الأوراق المالية أو القيمة السوقية للأسهم وعدد الشركات المدرجة في البورصة)، وسيولة أسواق الأوراق المالية (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية) (شاكر، ٢٠١٣: ٢٥)، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

أ. مؤشر حجم السوق Market Size

يعد مؤشر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، لما له من أثر إيجابي في نشر ثقافة الاستثمار المالي ويعطي فكرة عن مدى جاذبية السوق سواء بالنسبة للاستثمار المحلي أو الاستثمار الأجنبي، ويضم هذا المؤشر المؤشرات الفرعية الآتية:

أولاً: نسبة رسملة السوق (القيمة السوقية) إلى الناتج المحلي الإجمالي MV/GDP

يقصد برسملة السوق (Market Capitalization) مجموع قيم الاسهم في السوق مضروباً بسعر الاغلاق في نهاية المدة، ويشير ايضا الى اجمالي قيمة الاوراق في السوق، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة (القيمة السوقية للاسهم في سوق الاوراق المالية على الناتج المحلي الاجمالي) (الفينيش، ٢٠٠٠: ١٨٥)، ويستخدم مؤشر القيمة السوقية في قياس الحجم الكلي للسوق والذي يعد بدوره مقياسا لقدرة الدولة على تحريك راس المال وتنويع المخاطر على المستوى الكلي، وكذلك يستخدم هذا المؤشر من لدن العديد من المراقبين للسوق الاوراق المالية بوصفه مؤشرا لتطور نشاط السوق، فكلما ارتفعت القيمة السوقية دل ذلك على ارتفاع النشاط الاقتصادي، سواء من حيث زيادة عدد الاسهم في السوق او زيادة عدد الشركات فيها، او من حيث ارتفاع اسعار السوق الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية في السوق، او كليهما معا (العاني، ٢٠٠٢: ٦١)، اذ انه لا يمكن الاعتماد على هذا المؤشر لوحده بشكل كامل للدلالة على درجة تطور السوق، اذ ان بعض الاسواق تتميز بارتفاع نسبة راس مال السوق، في حين ان حجم المعاملات فيها يكون صغيرا، ويعني ذلك ان سوق الاوراق المالية قد تكون كبيرة على وفق مؤشر راس مال السوق، الا انها ليست نشطة (اندرأوس، ٢٠٠٧: ٦١)، ويسمح هذا المؤشر بتحديد مدى تأثير الاقتصاد بالتمويل عن طريق سوق الاوراق المالية، ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على المصارف او على اسواق الاوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية (Levine 13: 2009, Zervos &)، ومن اوجه قصور هذا المؤشر هو عدم اخذه بعين الاعتبار بعض الاسهم غير المدرجة في سوق الاوراق المالية والتي يجري تداولها خارج سوق الاوراق المالية الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد (Leahy, et, al., 2001: 14).

ويمكن التعبير عن معادلة قياس هذا المؤشر كما يلي:

$$MCR = CM / GDP$$

إذ أن:

MCR: معدل رسملة السوق.

CM: القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق المالية.

GDP: الناتج المحلي الاجمالي.

ثانياً: مؤشر عدد الشركات Number Of Companies Indicators

يشير هذا المؤشر الى عدد الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية (السوق المنظمة) اذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في سوق الاوراق المالية بصورة عامة، ويمكن استخدام مؤشر عدد الشركات المقيمة في سوق الاوراق المالية للإشارة الى تطور السوق المالية في البلد المعني (حسب الله، ٢٠٠٥: ٦٥)، يفقد هذا المؤشر أي دلالة اذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة في

سوق الاوراق المالية كبيراً ولكن اجمالي القيمة السوقية لاسهم تلك الشركات صغيراً، كما ان استخدام هذا المؤشر لوحده لا يفيد في حالة الاختلافات المحدودة في عدد الشركات المدرجة في البلدان، الا انه يكون مفيداً في حالة الاختلافات الكبيرة (اندراس، ٢٠٠٧: ٩٥).

ب. مؤشرات السيولة Liquidity Indicators

تُعد سيولة سوق الاوراق المالية عن سهولة تداول الاوراق المالية بيعاً او شراءً، وتعد مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين للتعامل في سوق الاوراق المالية، وتسمح سيولة سوق الاوراق المالية بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين تحصيل اصولهم من الاوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة الى ذلك تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم او تغيير مكونات الحوافظ المالية لديهم. ويكون في وسع الشركات في حالة سيولة سوق الاوراق المالية رفع راس مالها عبر الاصدارات الجديدة لتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، ومما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الامثل للموارد. ومن بين المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة هما: مؤشر معدل التداول الذي يحدد دور سوق الاوراق المالية في الاقتصاد ككل، ومؤشر معدل الدوران والذي يحدد نشاط التداول في سوق الاوراق المالية (عبد الحكيم ودلول، ٢٠١١: ١٠٥)، يمكن توضيح ذلك كما يلي: -

أولاً: قيمة التداول / الناتج المحلي الاجمالي (نسبة حجم التداول) TV/ GDP

هو قيمة ما يتم تداوله من اسهم وسندات وبمختلف الاسعار خلال مدة زمنية معينة، ويقاس هذا المؤشر من خلال قسمة مجموع الاسهم المتداولة في سوق الاوراق المالية على الناتج المحلي الاجمالي، ويقاس مؤشر التداول لاسهم الشركات بوصفه نسبة من الناتج المحلي الاجمالي ومن ثم فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويفضل استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن السوق المالي (Levine & Zervos, 2009: 4)، وتكمل نسبة التداول نسبة راس مال السوق (القيمة السوقية) فمن الضروري الاخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل اكثر دقة، فقد تكون نسبة راس مال السوق مرتفعة، الا ان حركة التداول ضعيفة (السيولة) في السوق (اندراس، ٢٠٠٥: ٩٦)، وان حجم التداول يعطي تلميحات مهمة عن قوة السوق واحتمالات صعوده او هبوطه في المستقبل، فعمليات البيع او الشراء الكثيفة لاسهم في مدة تولد حجماً كثيفاً في ذاتها، وبالتالي فان احتمال صعود الاسعار هي الخطوة التالية، ويعني ذلك تفاؤل المستثمرين، وان تلك الاحتمالات هي التي تدفع المزيد من المستثمرين الى دخول سوق الاوراق المالية ورفع الاسعار، اما اذا لم يكن هناك تداول كبير بالأسهم فان ذلك يؤدي الى قلق وتشاؤم المستثمرين، الذين سوف يتدافعون نحو تصفية مراكزهم الاستثمارية مما يسبب ضغطاً على الاسعار ومن ثم انخفاضها، وبذلك يمكن القول ان الطلب على الاسهم ليس هو الشيء الذي يؤدي الى

زيادة الاسعار، بل ان كثافة التداول وزيادة الاسعار هي التي تولد الطلب ومن ثم تؤدي زيادة جديدة في الاسعار (حسب الله، ٢٠٠٥: ٦٨).

ثانياً: نسبة حجم التداول / القيمة السوقية (معدل دوران السهم) TV / Mv

يشير هذا المؤشر الى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الاوراق المالية مقسومة على القيمة السوقية، ويستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات (الفينش، ٢٠٠٠: ١٨٩)، ويكمل هذا المؤشر بدوره معدل القيمة السوقية، فسوق الاوراق المالية ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على انه بالرغم من ارتفاع القيمة السوقية الا ان معدل الدوران بها منخفض، كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي لان معدل الدوران يربط معدل التداول بحجم الاقتصاد، فسوق الاوراق المالية التي يكون حجمها صغيراً مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول (اندراس، ٢٠٠٧: ٩٧).

ج. المؤشر العام لأسعار الاسهم General Index of Stock Prices

هو مؤشر احصائي يقيس الاداء الكلي للسوق، ويتكون هذا المؤشر من معدل اسعار مجموعة من الاسهم تستخدم مقياساً للحركة العامة للسوق، مع وجود عدد من الاسهم في كل سوق الاوراق المالية ولصعوبة قياس الاتجاه العام لنشاط السوق، كان لابد من التوصل الى استخراج مؤشر خاص لكل سوق مالي، وهو يمثل متوسط اسعار الاسهم (للشركات المدرجة في السوق لحساب المؤشر) يوميا ويتم الاستناد اليه في عمليات التداول اليومية، ولذا يلاحظ ان لكل سوق مالي مؤشراً خاصاً به، مثل مؤشر داو جونز (Dow Jones) في سوق نيويورك للأوراق المالية ومؤشر فايننشال تايمز في سوق لندن للأوراق المالية ومؤشر كاك (٤٠) في سوق فرنسا للأوراق المالية. ويكتسب المؤشر العام لأسعار الاسهم اهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في سوق الاوراق المالية، اذ يمكن ان يعطي تلميحات مهمة عن السوق الامر الذي يساعد المستثمرين على تحديد قراراتهم الاستثمارية سواء بالنسبة للبيع او للشراء، فضلاً عن امكانية استخدامه في معرفة التقييم الحقيقي للاستثمارات من خلال عمليات المقارنة بالسلاسل الزمنية (العاني، ٢٠٠٢: ٥٠)، فعندما يتجه هذا المؤشر نحو الارتفاع فان السوق ككل يرتفع وعندما ينخفض فان السوق ككل ينخفض، ومتابعة انخفاض وارتفاع هذا المؤشر تكاد لا تخلو منه نشرة انباء اقتصادية سواء كانت محلية او دولية، وذلك لإعطاء صورة واضحة عن الحالة الاستثمارية وزيادة القدرة على توجيه الاموال نحو اسواق اكثر كفاءة واستقراراً، وبما ان هذا المؤشر يعكس حالة النشاط الاقتصادي لذا فانه يرتبط بعلاقة طردية معه وكما دلت على ذلك الكثير من الدراسات والبحوث (الخضراوي، ١٩٩٨: ٢٤).

د. درجة التقلب والتركيز في السوق المالية

يكون الاعتماد على كلاً من المؤشرين الممثلين بدرجة التقلب في السوق المالية ودرجة التركيز كمؤشرات ضرورية للحكم على مدى تطور سوق المال، وفيما يلي توضيح لكل مؤشر من المؤشرين أعلاه (مصيطفى، بن بوزيان، ٢٠١٥: ٧٨-٧٩):

أولاً: درجة التقلب في السوق (مؤشر عدم الاستقرار) Volatility Indicators

ويحسب هذا المؤشر بموجب طريقتين، الأولى بقسمة معدل التداول على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية والثانية تكون بقسمة معدل الدوران على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية، وإن ارتفاع معدلات المؤشرين يعني حجم التداول يكون مرتبطاً بتقلبات أسعار الأوراق المالية، وعادة ما يشير انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشر لتطور وتنمية السوق.

ثانياً: درجة التركيز في الأسواق المالية concentration

تقاس درجة التركيز في السوق بمدى مساهمة أكبر (١٠) شركات في رزمة السوق للوقوف على مدى التقارب أو التباعد بين حصص السوق بما يتضمنه من شركات مسجلة من حيث مساهمتها في رزمة السوق ودرجة تأثيرها على السيولة، ومن ثم فإن ظهوره بنسب عالية يدل على تباين الشركات المسجلة من حيث حجمها وعدد أسهمها المتداولة.

هـ. متوسط حجم التداول اليومي (ADTV) Average Daily Volume Trading

متوسط حجم التداول اليومي (ADTV) هو متوسط عدد الأسهم المتداولة خلال يوم واحد في سهم معين، الحجم اليومي هو عدد الأسهم التي يتم تداولها يوميًا، ولكن يمكن حساب متوسط ذلك على مدار عدة أيام للعثور على متوسط الحجم اليومي، يعد متوسط حجم التداول اليومي مقياساً مهماً لأن حجم التداول المرتفع أو المنخفض يجذب أنواعاً مختلفة من التجار والمستثمرين، يفضل العديد من المتداولين والمستثمرين ارتفاع متوسط حجم التداول اليومي مقارنةً بحجم التداول المنخفض، لأنه من خلال الحجم الكبير، يكون الدخول إلى المراكز والخروج منها أسهل، تحتوي الأصول ذات الحجم المنخفض على عدد أقل من المشترين والبائعين، وبالتالي قد يكون من الصعب الدخول أو الخروج بالسعر المرغوب. (<https://www.investopedia.com>).

المبحث الثالث: الإطار التطبيقي للبحث

قياس فاعلية سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

يتضح من الجدول (١) جميع المؤشرات المعتمدة في قياس فاعلية الأسواق المالية، وقد تم اعتماد هذا الكم من المؤشرات لغرض اعطاء صورة واضحة ودقيقة عن فاعلية السوق المالي بمهدف الوقوف على واقعه الصحيح وتحديد نقاط القوة والضعف فيه ومعالجة نواحي السلبية أو تشخيصها في هذا المبحث.

أولاً: معدل رسملة السوق

من الجدول (١) الموضح أدناه نجد أن معدل رسملة السوق أخذت بالتناقص التدريجي فبعدما كانت (31.3) عام ٢٠١٤ ارتفعت الى في عام ٢٠١٥ لتصل الى (٣٤,١) ثم الى (٣٦,٢) في عام ٢٠١٦ لتتخفّف خلال السنوات اللاحقة الى (٣٥,٦) (٣٥,١) للسنوات (٢٠١٧، ٢٠١٨) على التوالي، وقد بلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (٣٤,٥) وبانحراف معياري بلغ (١,٩٥) مما يؤشر الى حالة من الاستقرار النسبي في قيم هذا المؤشر خلال سنوات البحث.

ثانياً: القيمة السوقية بالعملة المحلية:

سجل مؤشر القيمة السوقية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية، ارتفاعاً مستمراً خلال فترة الدراسة باستثناء عام ٢٠١٥ الذي انخفضت فيه القيمة السوقية الى (٤٤٧) مليار درهم نتيجة الأوضاع الاقتصادية التي سادت المنطقة ومن أهمها انخفاض أسعار النفط الى دون المستويات المتوقعة بالإضافة الى تأثير أغلب مؤشرات أداء السوق خلال الفترة نفسها، بعد ما كانت (٤٦٤) مليار درهم عام ٢٠١٤ لتعاود ارتفاعها عام ٢٠١٦ الى (٤٧٥) مليار درهم عام ٢٠١٦ لتستقر عند مستوى الى (٥٢٨) مليار درهم مع نهاية عام ٢٠١٨، وقد بلغ المتوسط العام الى (٤٧٩,٨) مليار درهم وكان الانحراف المعياري (٣٤,٣) ليعكس تشتتاً وتقلباً في قيم هذا المؤشر على مستوى السوق.

ثالثاً: حجم التداول:

سجل حجم التداول لأسهم الشركات المدرجة في السوق تراجعاً ملحوظاً في خلال سنوات الدراسة، فبعد أن كان عند مستوى (١٤٥) مليار درهم في عام ٢٠١٤، لينخفض بعدها إلى (٦٠) مليار درهم في عام ٢٠١٥ ويستمر في التراجع ليبلغ (٤٩) مليار درهم في عام ٢٠١٦، ثم إلى (٤٨) مليار درهم عام ٢٠١٧، ثم ليسجل بعدها أدنى مستوى له في خلال العام ٢٠١٨ إذ بلغ (٤٠) مليار درهم نتيجة للاضطرابات الحاصلة على مستوى اقتصادات العالم، وبلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (٦٨,٤) وبانحراف

معياري بلغ (٣٩,١)، الأمر الذي يعكس حالة من عدم الاستقرار في قيم هذا المؤشر، مما يعني عدم توفر السيولة في السوق المالية.

رابعاً: عدد الأسهم المتداولة:

أما على صعيد عدد الاسهم المتداولة كان هناك تذبذب في مُدَّة الدراسة، إذ سجَّل عدد الأسهم المتداولة في خلال عام (٥٩) مليار سهم في عام ٢٠١٤، تراجع إلى النصف تقريباً في عام ٢٠١٥ عند مستوى (٢٨) مليار سهم، ليستقر عند مستوى (١٥) مليار سهم في عام ٢٠١٨، ويدلُّ هذا الانخفاض في عدد الاسهم المتداولة على عدم مقدرة السوق على تعبئة الادخار وزيادة الاستثمار ومن ثمَّ التأثير على سيولة السوق.

خامساً: متوسط التداول اليومي:

والأمر نفسه ينطبق على معدل التداول اليومي، الذي كان في عام ٢٠١٤ (٥٧٩) مليون درهم، أخذ بالتراجع إلى (٢٤٠) مليون درهم في عام ٢٠١٥، ليستمر في الانخفاض حتى وصل إلى (١٥٧) مليون درهم في خلال عام ٢٠١٨، وقد سجل المتوسط العام لهذا المؤشر (٢٧٣) وبانحراف معياري (١٥٦,٣)، ليعكس تقلب وتشتت قيم هذا المؤشر، وبشكلٍ كبيرٍ على مستوى السوق، وعليه يمكن القول بصعوبة اتخاذ القرار الخاص بشراء، أو بيع الأوراق المالية، وهذا الأمر ينسحب أيضاً على سيولة السوق، ومن ثم انخفاض كفاءته.

سادساً: معدل دوران السهم:

سار معدل دوران السهم أيضاً بالوتيرة نفسها التي كان عليها السوق في المؤشرات السابقة فبينما كان المعدل عند (١٧٣,٣) عام ٢٠١٤، ليأخذ بالتراجع وينخفض الى ما دون المتوسط عند (٦٩,٦) في خلال عام ٢٠١٥، وهكذا استمر بالانخفاض حتى وصل الى أدنى مستوى له في خلال عام ٢٠١٨ عند (٣٥,٧) محققاً متوسطاً عاماً على مستوى السوق بمقدار (٧٦,٤) وبانحراف معياري (٥٣,٣) الأمر الذي يعكس حالة من ركود الأسهم نسبياً، وانخفاض تداولها في السوق وهذا ناجم عن القلق وانخفاض معدلات التداول لدى المستثمرين نتيجة نخوف المستثمرين من حصول مخاطر مالية أو تقلبات كبيرة سلبية تنعكس على كفاءة السوق وتخفيض من مديات فاعليته

سابعاً: مؤشر السوق السنوي:

أما على مستوى مؤشر السوق المعتمد فقد سجَّل المؤشر تحسناً في مستوياته في خلال سنوات الدراسة، إذ كان مؤشر السوق عند مستوى (٤٥٢٨) نقطة في عام ٢٠١٤، وحافظ على هذه المستوى تقريباً حتى وصل إلى أقصاه في عام ٢٠١٨ ليسجَّل (٤٩١٥) نقطة، وبمتوسط عام بلغ (٤٥٣٩) نقطة وبانحراف

معياري قَدْرُهُ (٣٠١,٦)، أي أنه يميل إلى الاستقرار، وعدم التشتت النسبي، وهذا يعكس نوعاً من الاتجاه الإيجابي لهذه السوق في السنة الأخيرة، إلا أن هذا الاتجاه والتفاوت لا وجود له عملياً في أرجاء السوق ومؤشرات المذكورة في أعلاه

جدول (١) تحليل مؤشرات فاعلية سوق أبو ظبي للأوراق المالية

ت	السنة المعدل	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	Mean	S.D
١	معدل رسملة السوق %	٣١,٣	٣٤,١	٣٦,٢	٣٥,٦	٣٥,١	34.5	1.95
٢	القيمة السوقية (مليار درهم)	٤٦٤	٤٤٧	٤٧٥	٤٨٥	٥٢٨	٤٧٩,٨	34.3
٣	حجم التداول (مليار درهم)	١٤٥	٦٠	٤٩	٤٨	٤٠	٦٨,٤	39.1
٤	عدد الاسهم المتداولة (مليار سهم)	٥٩	٢٨	٢٩	٣١	١٥	٣٢,٤	15.9
٥	متوسط التداول اليومي (مليون درهم)	٥٧٩	٢٤٠	١٩٧	١٩٢	١٥٧	٢٧٣	156.3
٦	معدل دوران السهم %	١٧٣,٣١	٦٩,٦	٥٦,١٢	٤٧,١	٣٥,٧	٧٦,٤	53.3
٧	مؤشر السوق السنوي	٤٥٢٨	٤٣٠٧	٤٥٤٦	٤٣٩٨	٤٩١٥	٤٥٣٩	301.6

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية.

تحليل فاعلية البورصة المصرية للأوراق المالية

أولاً: معدل رسملة السوق:

يلاحظ من الجدول (٢) اللاحق بتحليل فاعلية البورصة المصرية أن معدل رسملة السوق المصرية سجلت تفاوتاً في خلال سنوات الدراسة الخاصة بالبورصة المصرية، إذ بلغ (٢٣,٥) في عام ٢٠١٤ وانخفض إلى (١٨,٥) في عام ٢٠١٥، ليعاود ارتفاعه خلال السنوات اللاحقة ليستقر عند مستوى (٢٦,٢) عام ٢٠١٨، ويعود هذا التراجع في معدل رسملة السوق لعدّة أسباب أبرزها ارتفاع تكاليف التداول، بسبب فرض رسوم على التداول، وفرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية وأخرى على التوزيعات النقدية، والاضطرابات السياسية التي شهدتها مصر في خلال عام ٢٠١١. ولكل هذه الأسباب تراجعت القيمة

السوقية للبورصة المصرية، وقد بلغ المتوسط العام (٢٢,٧) في حين كان الانحراف المعياري (٨,٥)، الأمر الذي يشير إلى تشتتٍ وتقلُّبٍ محدودٍ جداً.

ثانياً: القيمة السوقية بالعملة المحلية:

أما على مستوى القيمة السوقية محسوبة بالعملة المحلية فقد بلغت (٥٠٠) مليار جنيه في خلال عام ٢٠١٤، انخفضت خلال عام ٢٠١٥ إلى (٤٢٩) مليار جنيه، نتيجة الظروف الاقتصادية والسياسية التي شهدتها مصر في خلال المدة نفسها، لتعاود ارتفاعها إلى (٦٠٢) مليار جنيه في عام ٢٠١٦، ثم إلى (٧٨٦، ٧٤٩) خلال عامي (٢٠١٧، ٢٠١٨) على التوالي، فقد بلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (٦١٣,٢) مليار جنيه، وبانحراف معياري عام بلغ (٣١٣,٨).

ثالثاً: حجم التداول:

بلغ حجم التداول في عام ٢٠١٤ (٢٩١) مليار جنيه لتتخفص إلى (٢٤٨) مليار جنيه عام ٢٠١٥، لترتفع خلال السنوات اللاحقة للبحث وتستقر عند مستوى (٣٥٨) مليار جنيه خلال عام ٢٠١٨، وقد بلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (٣٠٣) وبانحراف معياري (١٤٤,١)، إذ يشير هذا المؤشر إلى فاعلية السوق المالي من خلال الارتفاع المستمر والمتزايد في قيمة الأسهم المتداولة.

رابعاً: عدد الأسهم المتداولة:

أما على مستوى عدد الأسهم المتداولة فقد بلغت عدد الاسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٤ (٥٧) مليار سهم لتتخفص إلى (٤٥) مليار سهم عام ٢٠١٥، لتعاود ارتفاعها خلال السنوات اللاحقة من الدراسة حيث سجلت (٦٩، ٧٨، ٦١) خلال الأعوام ٢٠١٦، ٢٠١٧، ٢٠١٨ على التوالي مما يؤشر على الاستقرار والثقة لدى المستثمرين بفاعلية البورصة المصرية وخاصة بعد الظروف السياسية والاقتصادية التي شهدتها جمهورية مصر العربية، إذ بلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (٦٢) في حين كان الانحراف المعياري له (١٢,٤٥).

خامساً: متوسط التداول اليومي:

بلغ متوسط معدلات التداول اليومي في عام ٢٠١٤ معدل (٨٨٣) مليون جنيه لينخفض في عام ٢٠١٥ إلى (٥٦٧) مليون جنيه، ثم أخذ بالارتفاع التدريجي حتى سجل معدل بلغ (١٠٩٢) مليون جنيه خلال عام ٢٠١٨، في حين سجل المتوسط العام لهذا المؤشر (٩٠٩) وبانحراف معياري بلغ (٥٧٠,٥) مما يعكس حالة من عدم الاستقرار والتشتت في قيم هذا المؤشر مما ينعكس على عمل السوق المالي وبالتالي التأثير على فاعليته.

سادساً: معدل دوران السهم:

سجل معدل دوران السهم في عام ٢٠١٤ (٣٨) مرة لينخفض الى (٢٧) مرة خلال عام ٢٠١٥، ليعاود الارتفاع عام ٢٠١٦ عند مستوى (٣٠) مرة، في حين سجل معدل دوران السهم خلال عامي ٢٠١٧ - ٢٠١٨ (٣١، ٣٠) مرة على التوالي، وقد بلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (٣١،٢) وكان الانحراف المعياري (٩،٥) مما يعكس حالة من عدم التذبذب والاستقرار النسبي لهذا المؤشر.

سابعاً: مؤشر السوق السنوي:

بالاطلاع على مؤشر السوق السنوي نلاحظ أن هناك تفاوتاً في نتائج هذا المؤشر، إذ سجل عام ٢٠١٤ (٨٩٢٦) نقطة، لتتخفض الى (٧٠٠٦) نقطة خلال عام ٢٠١٥، وقد سجل مؤشر السوق ارتفاعاً ملحوظاً خلال عامي ٢٠١٦ و ٢٠١٧ عند مستوى (١٢٣٣٥، ١٥٠١٩) على التوالي، في حين سجل عام ٢٠١٨ انخفاضاً في المؤشر عند مستوى (١٣٠٠٠) نقطة، وفي المجمل فإن هذا المؤشر يعكس حالة من الايجابية حول فاعلية السوق المالي المصري.

جدول (٢) تحليل مؤشرات فاعلية البورصة المصرية

ت	السنة المعدل	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	Mean	S.D
١	معدل رسمة السوق %	٢٣،٥	١٨،٥	٢٢،٢	٢٣،٥	٢٦،٢	٢٢،٧	٨،٥
٢	القيمة السوقية (مليار جنيه)	٥٠٠	٤٢٩	٦٠٢	٧٨٦	٧٤٩	٦١٣،٢	٣١٣،٨
٣	حجم التداول (مليار جنيه)	٢٩١	٢٤٨	٢٨٥	٣٣٢	٣٥٨	٣٠٣	١٤٤،١
٤	عدد الاسهم المتداولة (مليار سهم)	٥٧	٤٥	٦٩	٧٨	٦١	٦٢	١٢،٤
٥	متوسط التداول اليومي (مليون جنيه)	٨٨٣	٥٦٧	٨٢٠	١١٨٣	١٠٩٢	٩٠٩	٥٧٠،٥

٦	معدل دوران السهم %	٣٨	٢٧	٣٠	٣١	٣٠	٣١,٢	٩,٥
٧	مؤشر السوق السنوي	٨٩٢٦	٧٠٠٦	١٢٣٣٥	١٥٠١٩	١٣٠٠٠	١١٢٥٧	٧٧١٥,١

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

تحليل فاعلية سوق العراق للأوراق المالية:

كما تم ذكره سابقاً أن السوق الفاعلة هي السوق التي تستطيع تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتاحة بما يضمن توجيه الموارد المالية الى القطاعات الأكثر ربحية ذات المزايا النسبية في الاقتصاد، ولغرض الوقوف على فاعلية السوق العراقي نعتمد المؤشرات المالية ذات العلاقة وهي:

أولاً: معدل رسملة السوق:

يعبر هذا المؤشر عن الميل العام نحو التمويل عن طريق رؤوس الأموال ويرتفع بزيادة الطلب على الأوراق المالية المسجلة، ويلاحظ من الجدول (٣) أنَّ معدل رسملة السوق قد بلغ (٠,٠٠٣٦) في عام ٢٠١٤ ثم ارتفع الى (٠,٠٤٨) في خلال الأعوام ٢٠١٥، ٢٠١٦، ٢٠١٧ على التوالي، ليستقر عند مستوى (٠,٠٤٥) في عام ٢٠١٨ نتيجة الأوضاع الاقتصادية والامنية التي عاشها العراق في خلال هذه الفترة والتي أثرت على مختلف القطاعات الاقتصادية ومنها سوق الأوراق المالية، حيث بلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (0.045) وانحراف معياري بلغ (٠,٠٠٠٩) ليعكس حالة من الاستقرار والتشتت النسبي المنخفض جداً.

ثانياً: القيمة السوقية للشركات المدرجة:

ومن الجدول (٣) المذكور في أدناه أنَّ القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بلغت (٩٥٤٦) مليار دينار في عام ٢٠١٤، لتتراجع إلى (٩٢٥٦) مليار دينار في عام ٢٠١٥ نتيجة الظروف التي سبق ذكرها، لتبدأ القيمة السوقية تحسُّنها في خلال السنوات اللاحقة، فقد بلغت (٩٣٥٥)، (١٠٧٢١)، (١١٣٥٠) مليار دينار في خلال السنوات (٢٠١٦، ٢٠١٧، ٢٠١٨) على التوالي، وبمتوسط عام بلغ (١٠٠٤٧) مليار دينار، وانحراف معياري لهذا المؤشر بلغ (٩٣٤,٥) مما يؤشر على حالة من عدم الاستقرار والتشتت في قيم هذا المؤشر خلال سنوات الدراسة.

ثالثاً: حجم التداول:

أظهرت نتائج هذا المؤشر وجود تذبذب واضح فيه وعدم استقرار، إذ بلغ حجم التداول في خلال العام ٢٠١٤ (٩٠١) مليار دينار، ليسجل حجم التداول في الأوراق المالية انخفاضاً حاداً بلغ (٤٩٥) مليار

دينار في خلال عام ٢٠١٥ بمعدل تغيّر بلغ (٤٥%) عن العام السابق، نتيجة الظروف الاستثنائية التي عاشها العراق ومنها وهبوط أسعار النفط في الأسواق العالمية، ثمّ هبط إلى (٤٢٧) مليار دينار في عام ٢٠١٦، ليرتفع إلى أعلى مستوى بين سنوات الدراسة في عام ٢٠١٧ إلى (٩٠٠) مليار دينار نتيجة ارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق من (٧٠) شركة في عام ٢٠١٦ إلى (١٠١) شركة في عام ٢٠١٧، ثمّ ليتراجع إلى النصف تقريباً في عام ٢٠١٨، فقد بلغ حجم التداول (٤٦٦) مليار دينار نتيجة إيقاف أكثر من (٣٥) شركة عن التداول، بسبب عدم الإفصاح في بياناتها المالية بالإضافة إلى وضع (٤) شركات مصرفية تحت الوصاية من قبل البنك المركزي العراقي، وقد بلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (٦٢٩,٤) مليار دينار وبانحراف معياري بلغ (٢٤٦,٥) ممّا يعكس حالة من عدم الاستقرار والتشتت في قيم هذا المؤشر.

رابعاً: عدد الأسهم المتداولة:

انخفض عدد الأسهم المتداولة إلى (٦١٩) مليار سهم في خلال عام ٢٠١٥، بعد أن كان (٧٤٦) مليار سهم في عام ٢٠١٤، ليسجّل ارتفاعاً واضحاً في خلال العام ٢٠١٦، إذ بلغ (١٠٣٨) مليار سهم، ثمّ ازداد إلى (١٢١٥) مليار سهم في عام ٢٠١٧، لينخفض إلى (٨٣٢) مليار سهم في عام (٢٠١٨) للأسباب التي تمّ ذكرها في أعلاه، ليُسجّل المتوسط العام لهذا المؤشر (٨٩٠) مليار سهم وانحراف معياري بلغ (٢٣٧,٢).

خامساً: متوسط التداول اليومي:

أظهرت نتائج هذا المؤشر تراجعاً تدريجياً خلال سنوات الدراسة حيث بلغ متوسط التداول اليومي (١٦٩) مليون دينار عام ٢٠١٤، ليتراجع إلى (٧٠) مليون دينار خلال عام ٢٠١٥، واستمر هذا التراجع خلال السنوات اللاحقة، أذ بلغ خلال سنوات ٢٠١٦، ٢٠١٧، ٢٠١٨ (٥٧، ٥٦، ٤٧) مليون دينار على التوالي، وبلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (٧٩,٨) وانحراف معياري عند مستوى (٥٠,٥٣) ليعكس حالة من الاستقرار النسبي في تداول الأوراق المالية في السوق.

سادساً: معدل دوران السهم:

أظهرت نتائج معدل دوران السهم في سوق العراق للأوراق المالية تفاوتاً ملحوظاً في خلال سنوات الدراسة، إذ كان المعدل (٩,٤٤) مرة خلال في عام ٢٠١٤، لينخفض إلى (٥,٣٤) في عام ٢٠١٥، ليعاود ارتفاعه إلى (٨,٣٩، ٥,٥٢) مرة للسنتين ٢٠١٦، ٢٠١٧ على التوالي، ليتراجع إلى (٤,١١) مرة في عام ٢٠١٨ نتيجة تراجع مؤشرات أداء السوق في خلال العام نفسه، وبلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (٦,٥٦) وبانحراف معياري بلغ (٢,٢٤)، ممّا يشير إلى حالة من عدم الاستقرار في نتائج هذا المؤشر.

سابعاً: مؤشر السوق السنوي:

أظهر مؤشر السوق السنوي لسوق العراق للأوراق المالية تراجعاً واضحاً في خلال سنوات الدراسة، إذ سجّل في خلال عام ٢٠١٤ (٩٩٨) نقطة ثمّ انخفض إلى (٧٣١) نقطة في خلال عام ٢٠١٥، ليستمر في التراجع في خلال السنوات اللاحقة حيث سجل (٦٤٩، ٥٨١، ٥١٠) نقطة للسنوات (٢٠١٦، ٢٠١٧، ٢٠١٨) على التوالي وقد بلغ المتوسط العام لهذا المؤشر (٦٩٣,٨) نقطة، وبلغ الانحراف المعياري (١٨٨,٧)، مما يعكس حالة من التراجع وعدم استقرار في مؤشر السوق السنوي نتيجة التراجع والتذبذب في مؤشرات أداء السوق بصورة عامة.

جدول (٣)

تحليل مؤشرات فاعلية سوق العراق للأوراق المالية

ت	السنة المعدل	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	Mean	S.D
١	معدل رسملة السوق %	0.03 6	0.04 8	0.04 8	0.048	0.045	0.045	0.005 2
٢	القيمة السوقية (مليون دينار)	9546	9265	9355	1072 1	1135 0	1004 7	934.5
٣	حجم التداول (مليون دينار)	901	495	516	900	466	656	224.2
٤	عدد الاسهم المتداولة (مليون سهم)	746	619	1038	1215	832	890	237.2
٥	متوسط التداول اليومي (مليون دينار)	١٦٩	٧٠	٥٧	٥٦	٤٧	٧٩,٨	٥٠,٥

٦	معدل دوران السهم	9.44	5.34	5.52	8.39	4.11	6.56	2.25
٧	مؤشر السوق السنوي	998	731	649	581	510	693.8	188.7

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية.

مقارنة تحليلية بين متغيرات فاعلية الأسواق المالية عينة الدراسة

تحاول العديد من الدراسات المالية الى استخدام الكثير من المؤشرات المالية لتحليل فاعلية الأسواق المالية، وعلى الرغم من تعدد مثل هذه المؤشرات وتنوعها فقد تم استخدام مجموعة من المؤشرات كما تم بيانها بداية المبحث، والتي تتفاوت بين الأسواق المالية عينة البحث وكما مبينة في الجدول (4) أدناه:

جدول (٤) مقارنة أداء الأسواق المالية خلال سنوات البحث

ت	متغيرات الفاعلية	سوق أبو ظبي	البورصة المصرية	سوق العراق	نقاط القوة	نقاط الضعف
١	معدل رسملة السوق	٣٤,٥	٢٢,٧	٠,٠٤٥	أبو ظبي	العراق
٢	القيمة السوقية بالعملة المحلية	٤٧٩,٨	٦١٣,٢	١٠٠٤٧	العراق	أبو ظبي
٣	حجم التداول	٦٨,٤	٣٠٣	٦٥٦	العراق	أبو ظبي
٤	عدد الاسهم المتداولة (مليار سهم)	٣٢,٤	٦٢	٨٩٠	العراق	أبو ظبي
٥	متوسط التداول اليومي (مليون بالعملة المحلية)	٢٧٣	٩٠٩	٧٩,٨	مصر	العراق
٦	معدل دوران السهم	٧٦,٤	٣١,٢	٦,٥٦	ابوظبي	العراق
٧	مؤشر السوق السنوي	٤٥٣٩	١١٢٥٧	٦٩٣,٨	مصر	العراق
عدد نقاط القوة والضعف						
٤	سوق العراق للأوراق المالية					
٠	البورصة المصرية					
٣	سوق أبو ظبي للأوراق المالية					

ومن الجدول أعلاه يتضح أن سوق أبو ظبي للأوراق المالية قد حقق أعلى متوسط في معدل رسملة السوق والتي بلغت (٣٤,٥) في حين أن سوق العراق للأوراق المالية قد حقق أدنى متوسط بين الأسواق المالية المبحوثة والذي بلغ (٠,٠٤٥).

وقد أظهر مؤشر عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية المبحوثة، أن سوق العراق للأوراق المالية قد حل في المستوى الأول من حيث عدد الأسهم المتداولة بمتوسط عام بلغ (٨٩٠)، فيما حلت البورصة المصرية في المستوى الثاني بمتوسط عام بلغ (٦٢) فيما حل كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق عمان من حيث المتوسط العام لعدد الأسهم المتداول في المستوى الثالث والرابع بمتوسط عام بلغ (٣٢,٤)، (٢) على التوالي.

أما على مستوى متوسط التداول اليومي فقد حققت البورصة المصرية أعلى متوسط لهذا المؤشر حيث بلغ (٩٠٩) مليون جنيه يليه سوق أبو ظبي بمعدل بلغ (٢٧٣) مليون درهم ثم سوق العراق للأوراق المالية بمعدل (٧٩,٨) مليون دينار وأخيراً حققت البورصة المصرية متوسط عام بلغ (٢٦,٦٤).

وفيما يتعلق بمعدل دوران السهم للأسواق المالية عينة الدراسة فقد حقق سوق أبو ظبي للأوراق المالية أعلى متوسط خلال سنوات الدراسة بلغ (٧٦,٤)، فيما حل سوق العراق للأوراق المالية في المستوى الأخير كأدنى متوسط لمعدل دوران السهم حيث بلغ (٦,٥٦)، وأخيراً فأن مؤشر السوق السنوي للأسواق المالية عينة الدراسة والتي حققت فيها البورصة المصرية اعلى متوسط بين الاسواق المالية الأخرى إذ بلغ (١١٢٥٧) نقطة في حين حقق سوق العراق للأوراق المالية أدنى متوسط لهذا المؤشر والذي بلغ (٦٩٣,٨) نقطة.

أما على مستوى نقاط القوة والضعف استناداً للمؤشرات المتحققة أعلاه، فقد حقق كل من سوق العراق للأوراق المالية أعلى مستوى من حيث نقاط القوة المجمعة لديه، يليهما كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والبورصة المصرية على التوالي، أما على مستوى نقاط الضعف لدى الأسواق المالية المبحوثة فقد حقق العراق أعلى مستوى له يليه كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية، فيما كانت البورصة المصرية لا تتمتع بأي نقاط ضعف في مؤشرات فاعلية الأسواق المالية بين الأسواق المالية عينة البحث.

الاستنتاجات والتوصيات

الاستنتاجات

أ. تمثل الأسواق المالية إحدى القنوات المهمة في تجميع الثروة وإدارتها وتوجيهها، وأهم مؤسسة مالية ذات تأثير في اقتصادات الكثير من دول العالم بالارتفاع والانخفاض في مؤشرات أداء هذه الأسواق، والمرآة التي تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للدولة.

ب. ان عملية اختيار مجموعة من المؤشرات التي تعبر عن أداء السوق المالي لتحديد نجاح أو فشل أي سوق مالي، بالإضافة الى ان المعلومات التي ستتوفر في ضوء هذه المؤشرات ستساعد بالنتيجة على توفير المعلومات وبناء التوقعات الاقتصادية للمستثمرين في ترشيد واتخاذ القرار الاستثماري الناجح.

- ج. حقق كل من سوق العراق للأوراق المالية أعلى مستوى من حيث نقاط القوة المجمعة لديه، يليهما كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والبورصة المصرية على التوالي.
- د. أما على مستوى نقاط الضعف للأسواق المالية المبحوثة فقد حقق العراق أعلى مستوى له يليه كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية، فيما كانت البورصة المصرية لا تتمتع بأي نقاط ضعف في مؤشرات فاعلية الأسواق المالية بين الأسواق المالية عينة البحث.
- هـ. سجلت مؤشرات أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية تراجعاً ملحوظاً في مستوياتها خلال سنوات البحث، باستثناء معدل رسملة السوق ومؤشر السوق السنوي الذي سجل تطوراً في مستوياته.
- و. أظهرت نتائج تحليل مؤشرات أداء البورصة المصرية تطوراً في أداء مؤشرات المعتمدة خلال سنوات البحث وهو ما ينعكس بالإيجاب على كفاءتها وفعاليتها مقارنة مع أداء باقي الأسواق المالية عينة البحث.
- ز. سجلت مؤشرات فاعلية سوق العراق للأوراق المالية تطوراً في مستوياتها باستثناء عام ٢٠١٥ الذي سجل تراجعاً بمعدلاته مقارنة بالعام ٢٠١٤ نتيجة الأوضاع الاقتصادية والأمنية التي ساهمت في تراجع مؤشرات أداء السوق.

التوصيات:

- أ. العمل على توجيه وتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر نحو القطاعات الإنتاجية في البلدان العربية ليساهم في تعزيز القاعدة الإنتاجية وخاصة ما يتعلق بالعراق الذي يعاني من ضعف الاستثمار الأجنبي في السوق العراقية مقارنة بباقي البلدان العربية.
- ب. العمل على التخلص أو التقليل من هيمنة القطاع العام على القطاعات الاقتصادية في العديد من البلدان العربية ومنها البلدان النفطية، من خلال تنويع القاعدة الإنتاجية ورفع نسبة مساهمة القطاعات الأخرى في الناتج المحلي الإجمالي.
- ج. العمل على تعزيز نقاط القوة التي تتمتع بها الأسواق المالية عينة البحث من خلال زيادة فاعلية وكفاءة المؤشرات المالية لما له من أثر إيجابي على جذب وتوظيف رؤوس الأموال في القطاعات الاقتصادية المختلفة.
- د. ضرورة معالجة نقاط الضعف في مؤشرات أداء الأسواق المالية لزيادة كفاءة وفاعلية هذه الأسواق.

المصادر References

المصادر العربية

١. الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال، (٢٠٠٤) (بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق)، المعهد العربي للتخطيط، العدد (الثاني)، الكويت.
٢. الجواري، عباس حسين، الراجحي، محسن عبد الله، كاظم، مشكور حنون، (٢٠٠٩) (الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، المجلد (الثاني)، العدد (عشرون).
٣. العامري، محمد علي ابراهيم، (٢٠١٠) (الادارة المالية المتقدمة)، الطبعة الأولى، اثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
٤. إلهيتي، عبد الرزاق، (١٩٩٨) (المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق)، دار أسامة للطباعة، عمان، الأردن.
٥. الخضراوي، فتحي خليل، (١٩٩٨) (نظرية الكارثة وانحياز الاثنين الأسود)، مجلة العلوم الاجتماعية، المجلد ١٦، العدد ٣، الكويت.
٦. العاني، عماد محمد، (٢٠٠٢) (اندماج الأسواق المالية الدولية: أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي)، بيت الحكمة، بغداد.
٧. بن بو زيان، محمد، مصيطفى، عبد اللطيف، (٢٠١٥) (أساسيات النظام المالي واقتصاديات الاسواق المالية)، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان.
٨. شاكر، هديل فاضل، (٢٠١٣) (دور قطاع المصارف في أداء الأسواق المالية مع اشارة خاصة لسوق العراق للأوراق المالية)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.
٩. عبادي، أثير عباس، (٢٠١١) (الأزمات في الأسواق المالية وانعكاساتها في الاقتصادات العربية مع اشارة خاصة للاقتصاد العراقي)، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
١٠. مطر، محمد وتيم، فايز، (٢٠٠٥) (أدارة المحافظ الاستثمارية)، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر، عمان، الاردن.

FOREIGN REFERENCES :سابعاً: المصادر الأجنبية:

1. Atrill, Peter,(2009) (Financial Management for Decision Makers), 5th ed, Pearson education limited, England.
2. Appleyard,R.dennis, Jr,J.field Alfred,Cobb, L. Steven,(2005), (International economics), 5th ed, Davidson college
3. Brigham & Houston, (2010) (Fundamentals of Financial Management), 4th ed, United States.
4. Brandimarte, Paolo, (2018) (An Introduction to Financial Markets, A quantitative Approach),1st ed, John Wiley & Sons Inc, United States.
5. Melicher, Ronald W., Norton, Edgar A., (2017) (Introduction to Finance, Markets, Investment and Financial Management), 16th ed, John Wiley& Sons, Inc, United States.
6. Mishkin, Frederic S., Eakins, Stanley G., (2018) (Financial Markets and Institutions),9th ed, Pearson education Limited, United States.
7. Mishkin, Frederic S., Matthews, Kent, & Giuliodori, Massimo, (2013) (The Economics of Money, Banking & Financial Markets), 1st ed, Pearson education, London, British.
8. Mcmenamin, Jim, (1999) (Financial Management), 1st ed, Routledge, London, UK.
9. Moyer, Charles R., Mcguigan, James R., Rao,Ramesh & Kretlow, William J.,(2013) (Contemporary Financial Management), 12th ed, South- Western, United States.
10. Cecchetti, Stephen G., Schoenholtz, Kermit L., (2017) (Money, Banking and Financial Markets), 5th, Mc Graw Hill Education, United States.
11. Shim, Jaek, & Siegel, Joel G., (2007) (Financial Management), 3rd ed, McGraw- Hill Companies, Inc, United States.
12. Ross, levine & zervos, sara,(2009) (stock market, banks and Economic growth, world bank), work papers.
13. Peilly, Frank K., Brown, Keith c., (2003) (Investment Analysis and Portfolio Management), 7th ed, Australia Thomson, South Western.