

معايير تطور الأسواق المالية في بعض بلدان شمال إفريقيا والشرق الأوسط (المغرب، تونس، الأردن والكويت)

سامي مباركي. جامعة باتنة.

ملخص: من أهم المشاكل التي يعاني منها أي اقتصاد التمويل، سواء كان ذلك على المستوى الكلي أو الجزئي، و مع زيادة الاهتمام بالأسواق المالية في الوقت الحالي والتي تمثل أهم أدوات اقتصاد السوق، جاءت أهمية هذه الدراسة والتي سوف تهتم بمعايير تطور الأسواق المالية في عينة من الدول العربية.

I - مقدمة

مع تنامي ظاهرة العولمة الاقتصادية، والتي أدت إلى تحولات عميقة في أغلب دول العالم من خلال تحرير اقتصادياتها، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة، وزيادة الاهتمام بالأسواق المالية التي تمثل أحد أهم أدوات اقتصاد السوق، وأصبحت بذلك تحتل مكانة مهمة في القطاع المالي. فأنشئت أسواق رأس المال في العديد من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA-Middle East and North Africa -) ، كما تم دعم وتطوير الأسواق القائمة لمواكبة التغيرات التي مست المالية الدولية. وتعتبر الدول العربية من الدول النامية التي سعت إلى اعتماد أسواق رأس المال كأداة أملت عليها الظروف الاقتصادية من خلال توجيهها إلى تحرير اقتصادياتها. إلا أن المشكل المطروح بالنسبة لهذه الدول هو ما هي طبيعة العلاقة بين النمو الاقتصادي والأسواق المالية؟

وقد جاءت هذه الورقة للإجابة على هذا التساؤل، وذلك من خلال دراسة إحصائية لعينة من بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وهي: المغرب، تونس، الأردن والكويت، وقد تم اختيار هذه الدول لتوفر البيانات الخاصة بمعايير التطور المالي بها، وامتدت هذه الدراسة من 1988 إلى 2012.

أولاً: طبيعة العلاقة بين النمو الاقتصادي والأسواق المالية

لقد كانت العلاقة بين النمو الاقتصادي وتطور الأسواق المالية محور العديد من الدراسات الاقتصادية، ومن القضايا الأكثر جدلاً، خاصة في ما يتعلق بتأثير أيهما عن الآخر. ومن خلال مجمل الدراسات والبحوث حول طبيعة اتجاه العلاقة يمكن تقسيمها إلى أربع اتجاهات:

الاتجاه الأول: نمو يؤدي النمو الاقتصادي إلى تطور الأسواق المالية: فوفق هذا الاتجاه فإن النمو الاقتصادي يُحدث تطور القطاع المالي بشكل عام والأسواق المالية على وجه التحديد، فالتطور المالي يحدث كمحصلة للنشاط الاقتصادي الكلي، والذي يلزم الأسواق المالية بتطوير خدماتها وأدائها المالية، فيكون التمويل نتيجة طبيعية لمتطلبات القطاع الحقيقي وهي الفكرة التي ارتبطت بجوان روبنسون (Joan Robinson (1952).

الاتجاه الثاني: تأثير تطور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي، حيث أن إنشاء مؤسسات مالية يساهم في توفير خدمات مالية متنوعة، وبالتالي زيادة حشد المدخرات وتوجيهها للقطاعات المنتجة، ومن أهم داعمي هذا الاتجاه نجد الباحثين جولد سميث (Goldsmith, 1969) وجيرلي وشاو (Gurley and Shaw).

الاتجاه الثالث: وجود علاقة متبادلة بين النمو الاقتصادي وتطور الأسواق المالية، فالمؤسسات المالية التي تعتمد على نظام فعال يسمح بتعزيز النمو الاقتصادي، كما أن توسع الأنشطة الاقتصادية ونموها يساهم في تطوير الوساطة المالية من خلال تحسين كفاءة مخصصات رأس المال، وهو ما يزيد بدوره من الطاقة الإنتاجية للمؤسسات الاقتصادية.

الاتجاه الرابع: حيادية العلاقة، أي أن تطور المؤسسات الاقتصادية مستقل عن النظام المالي، حيث لم يتوصل بعض الباحثين إلى وجود علاقة ذات دلالة قوية بينهما، على غرار ماير وسييرز (Meier and Seers, 1984) وروبرت لوكاس (Robert Lucas (1988).

ويمكن القول للتوفيق بين الاتجاهات الأربع السابقة أن العلاقة تعتمد على التفاعل الحاصل أثناء مراحل التطور بين النمو الاقتصادي والأسواق المالية مما يجعل من العلاقة السببية ذات اتجاهين.

ثانياً: وظائف وأهداف 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،

فبالأسواق المالية ذات علاقة بالنمو الاقتصادي، رغم الاختلاف في سببية تلك العلاقة، فهي توفر 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 الوظائف التالية⁽¹⁾: - توفير المعلومات وتخصيص رأس المال، - تسهيل الرقابة على إيرادات الشركات، - تخفيف المخاطر، - تعبئة المدخرات، - تسهيل التداول

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.

وبالنسبة لوظيفة تسهيل الرقابة على إيرادات الشركات، فهي نتيجة المعلومات التي يتلقاها المستثمرين من الأسواق المالية والتي تساعد على تقليل تكاليف البحث عن المشاريع المرغوبة، فالنظام المالي في مراقبة مدراء الشركة وممارسة سيطرتهم بأثر رجعي، أي بعد تمويل النشاط. أما عن وظيفة تخفيف المخاطر فترتكز فكرتها على توزيع تلك المخاطر عبر الزمن، فالأسواق المالية تسمح للمستثمرين بتوظيف أموالهم في مشاريع ذات عائدات مرتفعة لا تتحقق إلا بمرور الزمن وبمخاطر مرتفعة، وفي نفس الوقت تتيح الاستثمار في مشاريع ذات عائدات منخفضة في المدى القصير لكن بمخاطر شبه معدومة.

وما من شك في أن النمو الاقتصادي على المدى الطويل يعتمد بشكل كبير على تطور النظام المالي ككل سواء تعلق الأمر بالقطاع المصرفي أو أسواق رأس المال لما يوفرانه من تمويل ضروري لقطاعات الاقتصاد المختلفة، وإذا كانت البنوك قد شكلت -ولا زالت- أساس التمويل في العديد من اقتصاديات العالم، فإن أسواق رأس المال أصبحت تضطلع بنفس المهمة بل فاقت قدراتها التمويلية في العديد من الدول ما تقدمه البنوك من أموال، إلا أنه يبقى من الضروري أن يحدث تكامل بين القطاع المصرفي وأسواق رأس المال لأن توسيع القطاع المالي ليشمل بالإضافة

للبنوك أسواق رأس المال يفيد في تحقيق كفاءة أكبر للاستثمار⁽²⁾. ومن البديهي بسبب الوظائف التي يقوم بها السوق المالي أن يكون تأثير مباشر على النمو الاقتصادي.

ثالثاً: تقسيمات الأسواق المالية

تضم الأسواق المالية Financial Market كلاً من سوق النقد Money Market وسوق رأس المال Capital Market. يتم في سوق النقد تداول الأموال في شكلها النقدي، ويتسم هذا السوق بقصر آجال تعاملاتها (أي لمدة تقل عن سنة مالية)، حيث يقوم أصحاب الفوائض المالية من مستثمرين بإيداع أموالهم لدى البنوك مقابل تلقي عائد في صورة فائدة دورية، فيما يتولى البنك إقراض تلك الإيداعات لأصحاب العجز المالي من شركات ومشروعات التي لها رغبة في التمويل قصير الأجل.

ويقلص قصر آجال التعاملات في سوق النقد من درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر كون الأموال المودعة لدى البنوك هي إيداعات تحت الطلب مما يسمح بإمكانية استرداد تلك الأموال من البنوك متى رغب المستثمر في ذلك⁽³⁾. كما أن الأوراق المالية في سوق النقد تتميز بقدر كبير من الضمان كونها صادرة عن مصارف يفترض أنها ذات قدرة ائتمانية عالية.

أما سوق رأس المال فهو سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، وعلى عكس المستثمر في سوق النقد فإنه في سوق رأس المال يكون على استعداد للاستثمار في آجال طويلة مما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة. وتنقسم سوق رأس المال إلى سوق أولي وسوق ثانوي، فالسوق الأولي (سوق الإصدار) تعتبر أساس هذا النوع من التمويل حيث تلجأ الشركات والحكومات إلى طرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية في هذا السوق للحصول على التمويل طويل الأجل مقابل الالتزام بسداد عائد لملاك تلك الإصدارات، ويختلف العائد بحسب طبيعة الإصدار ففي حالة الأسهم تلتزم الشركات بسداد توزيعات على الأرباح في حالة إقرار الشركة لتلك التوزيعات، أما في حالة السندات فتلتزم جهة الإصدار بسداد عائد دوري عادة ما يكون ثابتاً في صورة فوائد فضلاً عن سداد أصل السند تاريخ استحقاقه. وتسمح إصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها. وتتسم السوق الأولي بكونها أقل نشاطاً من السوق الثانوي كون عملية إصدار الأسهم تكون عادة مرة واحدة طيلة مدة حياة الشركات،

وفي حالات استثنائية عند إقرار زيادة رأس مال تلك الشركة، أما إصدارات السندات فهو مرتبط بالمشاريع التي تُقدم عليها جهة الإصدار والتي لا تكون بشكل دائم. ويضطلع بمهمة إيصال الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى السوق الثانوي بنوك الاستثمار التي تأخذ على عاتقها مهمة بيع تلك الإصدارات إلى المدخرين فضلاً عن إعطاء البدائل المتاحة لجهة الإصدار حول طرق التمويل الأنجع من خلال المفاضلة بين إصدار الأسهم أو إصدار السندات أو الاكتفاء بإبداعات لدى البنوك.

أما النوع الثاني من أسواق رأس المال فهو السوق الثانوي أو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة، حيث يتم في هذا السوق تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولي، والمقصود بالسيولة في هذا السوق هو إمكانية تغيير موقع المستثمر من مشتري إلى بائع أو العكس بحسب السعر السوقي المجزي لهذا المستثمر حيث يكفي هذا الأخير تمرير أمر يحدد فيه طبيعة العملية (البيع أو الشراء) إلى السمسار. ومن الضروري أن تكون الأسواق الثانوية ذات كفاءة عالية حتى تضمن استمرار السوق الأولي، فمن غير المعقول أن يتم إصدار أوراق مالية دون وجود ضمانات حول إمكانية تداولها في السوق الثانوي⁽⁴⁾. كما أن الأسواق الثانوية تقدم مؤشراً فعالاً حول سعر الإصدارات الجديدة المحتملة في السوق الأولي، فضلاً عن إعطاء قيم مقارنة للواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصصتها من خلال الاطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثانوي التي تنتمي إلى نفس قطاع الشركة المراد خصصتها.

وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة. بالنسبة للأسواق المنظمة أي البورصات يخضع التداول وقبول الإدراج فيها إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها. ومن بين تلك الشروط حد أدنى من رأس مال الشركة، أن تكون النتائج المالية التي تسبق طلب قبول الإدراج إيجابية، إلى جانب الالتزام بالشفافية في الإفصاح من خلال نشر تقارير دورية دقيقة حول نشاط الشركة حتى تعطي صورة واضحة للمستثمر حول فرص امتلاك أوراق تلك الشركات. وتجعل هذه الشروط من البورصة مرآة عاكسة لأداء الاقتصاد ككل بما أن الشركات المدرجة في البورصة يُفترض أن تمثل مختلف قطاعات الاقتصاد المعني. أما الشركات الأقل حجماً فيتم تداول إصداراتها في الأسواق الثانوية غير المنظمة وهو القسم الثاني من هذه الأسواق التي تكون أقل تشدداً من حيث شروط الإدراج، كما أن تكاليف

التعاملات فيها تكون منخفضة مقارنة بالأولى بسبب اعتماد هذا النوع من الأسواق على وسائل الاتصال المتطورة مما يخفف من تكاليف السمسرة.

رابعاً: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

إن طبيعة العلاقة بين المستثمر والبنك من جهة، وبين الأخير والمقترض من جهة أخرى هي علاقة مقرض ومقترض في سوق النقد مما يجعل من الأدوات المالية المستخدمة في هذا السوق أدوات مديونية تكون منعدمة المخاطر بالنسبة للمودع، ومن بين تلك الأدوات يمكن ذكر الكمبيالات، أذون الدفع، شهادات الإيداع البنكية وأذون الخزانة.

أما الأدوات المالية المستخدمة في أسواق رأس المال فيمكن تقسيمها إلى أوراق ملكية وأوراق مديونية. فبالنسبة لأوراق الملكية فتعني منح جزء من رأس مال الشركة للمساهمين مقابل دفع أموال تستخدم في نشاطات الشركة المختلفة، وقد يتم إصدار أوراق الملكية عند تأسيس الشركة، أو عند رفع رأس مالها، أو عن طريق سوق الأوراق المالية مباشرة (العروض العامة للبيع)⁽⁵⁾.

وتعتبر الأسهم العادية Common Stock الورقة المالية الرئيسية المتداولة ضمن فئة أوراق الملكية. ويمنح امتلاك السهم العادي لصاحبه بعض الحقوق على الشركة صاحبة الإصدار تتمثل في حق التصويت في الجمعية العامة للشركة بحسب عدد الأسهم المملوكة، وهو ما يسمح بالتعبير عن رؤية مالك الأسهم في تسيير الشركة. وفضلاً عن حق التصويت، يستفيد مالك الأسهم من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها على المساهمين بحسب حصصهم من الأسهم. ومقابل هذه المزايا لملاك الأسهم العادية فإن درجة مخاطر هذه الأوراق عالية بما أن عائدها غير ثابت وإنما مرتبط بنشاط الشركة في حد ذاتها.

وبالإضافة إلى الأسهم العادية هناك نوع آخر من الأسهم يمكن إدراجه ضمن أوراق الملكية يعرف بالأسهم الممتازة Preferred Stocks، وما يميز هذا النوع من الأسهم عن الأسهم العادية هو أنها ذات امتياز يتمثل في الحق في تحصيل جزء ثابت من الأرباح الموزعة مع عدم الاستفادة من حق التصويت.

أما أوراق الدين فتمثل مصدراً آخر للتمويل، وأحد أبرز الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي سواء تعلق الأمر بالأسواق المنظمة (البورصة) أو الأسواق غير المنظمة. وتشكل السندات الورقة المالية الرئيسية المنضوية تحت هذه الفئة، وتتميز أوراق الدين بثبات العائد المترتب عن الاستثمار فيها، مما

يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية. وبالرغم من وجود سندات ذات معدلات فائدة متحركة، إلا أن حساب هذه المعدلات يتم على أساس معدل الفائدة وقت الإصدار مما يجعلها تدرج ضمن فئة الأوراق ذات العوائد الثابتة. وتضطلع بمهمة إصدار السندات هيئات ذات هياكل قانونية متنوعة من بينها⁽⁶⁾:

- الحكومات من خلال إصدارات الخزينة العامة؛
- الجماعات المحلية، المؤسسات العمومية، والهيئات شبه العمومية؛
- المؤسسات الخاصة.

ويضمن صاحب السند حصوله على فوائد منتظمة مع تحصيل أصل الدين عند انتهاء آجال الاستحقاق، وبالعكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسات التوزيع المقررة من قبل مجلس إدارة الشركة، فإن عوائد السند يتم تحديدها سلفاً في شروط الإصدار مما يجعلها ذات عوائد ثابتة.

وتعتبر أوراق الملكية وأوراق المديونية أدوات من أدوات توظيف رؤوس الأموال بالنسبة للمستثمر، وقد ظهر في سبعينيات القرن العشرين فئة أخرى من الأوراق المالية هدفها الرئيسي التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار تعرف بالمشتقات المالية تكون بمثابة عقود بين المشتري والبائع وتعمل بيوت المقاصة Clearing House على ضمان تنفيذ تلك العقود. ويجري تداول المشتقات المالية في أسواق متخصصة تعرف بأسواق المشتقات المالية Derivate Market، وترتبط الورقة المالية في هذا النوع من الأوراق بأصل مادي (سلع، مواد أولية...) أو بأصل مالي (أسهم، سندات...) أو بأصل صوري (مؤشرات البورصة، مؤشرات الأسعار...) بحيث يتغير سعر الورقة بتغير سعر الأصل. وتنقسم المشتقات المالية إلى عقود إلزامية تلزم طرفي العقد تنفيذ الصفقة تاريخ الاستحقاق بالسعر المتفق تاريخ إبرام العقد مهما بلغت الأسعار السوقية الحارية، ومن أنواعها العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المقايضات Swaps، أو عقود اختيارية وتضم عقود اختيار البيع أو الشراء

مما سبق، يمكن القول بأن الأسواق المالية توفر أدوات مالية متنوعة بالنسبة للمستثمر المالي، وحتى يحقق هذا المستثمر ما يطمح إليه من أرباح والتقليل من المخاطر فإن الإستراتيجية الأنسب إليه هو تنوع محفظته المالية بشكل تغطي فيه أرباح بعض الأوراق المالية الخسائر المحتملة للأوراق الأخرى.

خامساً: قياس درجة تطور أسواق رأس المال

ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليون ونمت أسواق الأسهم والسندات. ولتحديد مدى تطور

أسواق رأس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم Market Capitalization وعدد الشركات المدرجة في البورصة)، وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية). ومن شأن هذه المؤشرات السماح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات بما (7). ونظراً لأهمية نشاط السوق الثانوي لضمان استمرارية السوق الأولي، فإن متابعة تطور هذه المؤشرات يساعد في تقويم الاختلالات التي قد يتضمنها السوق الثانوي. وفيما يلي عرض لأهم تلك المؤشرات:

1- مؤشرات الحجم

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة. فبالنسبة لحجم السوق قياساً بمعدل رسملة البورصة فإنه يتم حسابه من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة نسبةً إلى الناتج المحلي الخام، ويسمح هذا المؤشر بتحديد مدى تأثير الاقتصاد بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال. ولم تتجاوز هذه النسبة الواحد بالمائة نهاية السبعينيات لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تبايناً بين الدول نهاية القرن العشرين حيث فاقت هذه النسبة المرتين من الناتج المحلي الخام لبعض الدول مثل هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى أمريكا واليابان (8). ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على أسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية (9). ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد (10).

أما المؤشر الثاني لقياس حجم سوق رأس المال فهو عدد الشركات المدرجة في البورصة، وبإلقاء الضوء على هذا المؤشر فإن عدد الشركات المدرجة في البورصة اتجه خلال عقد التسعينيات من القرن العشرين إلى الارتفاع بشكل عام، فحسب مؤشر التنمية العالمي لسنة 2001 بلغ عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصات 25121 شركة سنة 1990 ليقفز هذا العدد سنة 2012

إلى حوالي الضعف ببلوغه 47520 شركة⁽¹¹⁾. ويعزى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصات إلى العديد من العوامل أبرزها خصخصة الشركات العمومية، وتسهيل إجراءات الإدراج في البورصات لدى العديد من الدول. وقد تزايد بالإضافة إلى ذلك عدد الشركات الأجنبية بشكل مطرد في البورصات المحلية نتيجة تحسن البيئة الاستثمارية للدول المستقبلية، وارتفاع فرص الربح بها. ويجب عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة.

ويُعد تقسيم رسملة البورصة على عدد متنوع من الشركات مؤشراً هاماً لأصحاب الحوافز المالية لما يمنحه لهم من تنوع للمخاطر وهي الحالة السائدة في بورصات الولايات المتحدة، اليابان، كندا وبريطانيا، حيث تكون درجة تركر القيمة السوقية للبورصة على عدد كبير من الشركات. وعلى العكس من ذلك، تهيمن بعض الشركات متعددة الجنسيات على بورصتي سويسرا وهولندا، مما يعني تركر نشاط البورصة في عدد محدود من الشركات⁽¹²⁾. ويتم تحديد درجة تركر القيمة السوقية للبورصة من خلال حساب هذه القيمة لأسهم أنشط عشر شركات في البورصة ومقارنتها بالقيمة السوقية الإجمالية للبورصة.

2- مؤشرات السيولة

تُعبّر سيولة البورصة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، وتعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين للتعامل في البورصة. وتسمح سيولة البورصة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات الحوافز المالية لديهم.

ويكون في وسع الشركات في حالة سيولة البورصة رفع رأس مالها عبر الإصدارات الجديدة لتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، مما ينعكس بالإيجاب على تخصيص الأمثل للموارد. وساهم توفير المعلومات وانتشار الوعي الادخاري في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة في ارتفاع قيمة تداول الأسهم في العالم. كما أثر ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة وتنوع الأدوات الاستثمارية التي توفرها في تحقيق قيم تداول مرتفعة.

ومن بين المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة يمكن التركيز على مؤشر معدل التداول الذي يحدد دور البورصة في الاقتصاد ككل، ومؤشر معدل الدوران والذي يحدد درجة نشاط التداول في البورصة.

وبالنسبة لمعدل التداول Value Traded Ratio فإنه يعكس قيمة الأوراق المالية المتداولة (حجم التداول) خلال فترة معينة كنسبة من الناتج المحلي الخام، أي حصة الشركات المدرجة من مخرجات البلد أي سيولة السوق في الاقتصاد. ويكمل مؤشر معدل التداول مؤشر القيمة السوقية فمن الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة (13)، فقد يكون حجم البورصة كبيراً نتيجة عدد الشركات المدرجة أو بسبب ارتفاع القيمة السوقية للبورصة، فالانطباع الأولي إذا تم الأخذ بمؤشر الحجم بشكل منفرد في هذه الحالة هو أن البورصة المعنية تتميز بالنشاط، غير أن التعمق في التحليل من خلال الأخذ بعين الاعتبار مؤشر التداول قد يُفضي إلى التوصل بأن هذا المؤشر منخفض مما يعني أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني منخفضاً، وبالتالي قلة نشاط البورصة وهو ما يتناقض مع النتيجة الأولى.

أما معدل الدوران Turnover Ratio فيقيس قيمة الأوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للبورصة، ويؤشر المعدل المرتفع إلى انخفاض تكاليف الصفقات. ويكمل هذا المؤشر بدوره معدل القيمة السوقية، فالبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع القيمة السوقية إلا أن معدل الدوران بها منخفض. كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبة إلى الناتج المحلي الخام، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول (14).

إن مؤشرات تطور أسواق رأس المال مهمة جداً خاصة إذا ما تم ربطها بمؤشرات تطور القطاع المصرفي، وبالتالي يمكن تحديد مدى تأثير اقتصاد البلد المعني بأساليب التمويل المختلفة، ومدى تأثير كل أسلوب على النمو الاقتصادي.

سادساً: واقع الأسواق المالية في المغرب، تونس، الأردن والكويت

تعتبر أسواق رأس المال في البلدان العربية بشكل عام الأقل نمواً مقارنة بنظيراتها في الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها، كما أن تحرير أسواقها

لاستقطاب الرساميل الأجنبية لم يتأتى إلا في العشرية الأخيرة من القرن العشرين، فيما يخضع قطاع السوق بشكل كبير لضغوط الحكومات في مختلف الأنشطة الاقتصادية.

1- لمحة تاريخية

تشترك الدول العربية في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغيرات التي شهدتها العالم مطلع تسعينيات القرن العشرين دفع بالدول العربية إلى تحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص، ولتسهيل هذه المهمة تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية فتم بذلك إنشاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات.

وبالنسبة لدول الدراسة لا تختلف الأسواق المالية فيها عن نظيراتها في بلدان المنطقة، فعلى الرغم من كون بورصتي المغرب وتونس تعتبران من أقدم البورصات العربية، بعد البورصة المصرية التي أنشئت في 1883 (بورصة الإسكندرية) غير أن تأثيرهما على الاقتصاد كان محدوداً للغاية. فبورصة الدار البيضاء في المغرب أنشئت سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". ومنذ ذلك التاريخ شهدت البورصة تطورات وتعديلات كثيرة كان الغرض منها استقطاب أكبر عدد من المستثمرين وهو ما تحقق إلى حد ما اعتباراً من 1993.¹⁵ كما أنشئت البورصة التونسية سنة 1969، فبعد انطلاقة مسيرة شهدت العشرية الأخيرة من القرن العشرين تطوراً ملحوظاً من خلال إعادة تنظيم السوق في سنة 1995، وبناء مؤشر تونس Tunindex نهاية 1997، كما تم منح الفرصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تتوفر فيها شروط الإدراج في البورصة الرسمية بقبول تداول قيمها في سوق بديلة بداية من 2007.¹⁶

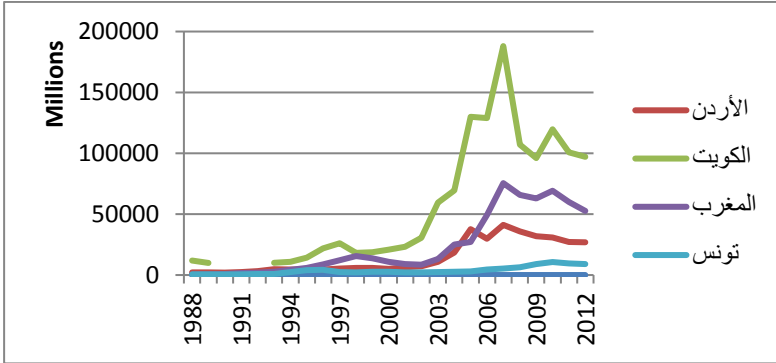
أما بالنسبة للبورصة الكويتية فتعتبر الأقدم في منطقة الخليج العربي، حيث أنشئت في 1962، ومع مرور الوقت أصبحت من أكبر بورصات المنطقة خاصة سوق الاختبارات بها¹⁷. وعلى الرغم من أن بورصة عمان بالأردن لم تر النور إلا في سنة 1999، إلا أنها أصبحت في غضون سنوات أحد أهم أسواق المال في المنطقة، حيث سعت إلى التقرب والانفتاح على الأسواق المالية على المستوى الإقليمي أو العالمي، فاكنتسب منهم الخبرات عبر التدريب واستقطبت الرساميل عبر الخدمات التي تقدمها.¹⁸

2- معايير تطور البورصات في المغرب، تونس، الأردن والكويت

سيتم التركيز على معايير تطور البورصات المشار إليها في بداية هذه الورقة، وذلك بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

إن معيار حجم السوق يبقى ضئيلاً في بلدان الدراسة مقارنة بالبورصات العالمية أو الناشئة. فعلى سبيل المثال سجلت رسملة البورصة في الفترة (1988-2014) اتجاهًا عامًا نحو الارتفاع، وتحديدًا بورصة الكويت فباستثناء فترة حرب الخليج بداية التسعينيات فإن مؤشر رسملة البورصة بلغ مستويات قياسية سنة 2007 حيث كانت القيمة حوالي 188000 مليون دولار، قبل أن تنخفض تلك القيمة بسبب الأزمة المالية. وبالمقابل كانت القيمة السوقية لأسهم بورصة في تونس هي الأقل من بين دول الدراسة، مع اتجاه نحو الانخفاض خاصة بعد التغيرات السياسية في ذلك البلد أو ما اصطلح على تسميته "الربيع العربي" مثلما يوضحه الشكل 1.

الشكل 1: رسملة البورصة في المغرب، تونس، الأردن والكويت (الوحدة: مليون دولار)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

ويربط مؤشر رسملة البورصة بعدد الشركات المدرجة، نجد أن دول الدراسة عملت على تشجيع إدراج قيم مالية جديدة في أسواقها عبر تحفيز المستثمرين، وتسهيل إجراءات التداول فضلاً عن متابعة ودعم مدراء الشركات المعنية. ونجد أن كلا من الأردن والكويت تتوفران على عدد كبير من الشركات المقبولة مقارنة بتونس والمغرب، مثلما يوضحه الجدول 1، وهو ما يفسر سماح بورصة تونس بإنشاء بورصة بديلة تمثل منفذاً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز اقتصادها والتي لا تحقق شروط الإدراج في البورصة المنظمة.

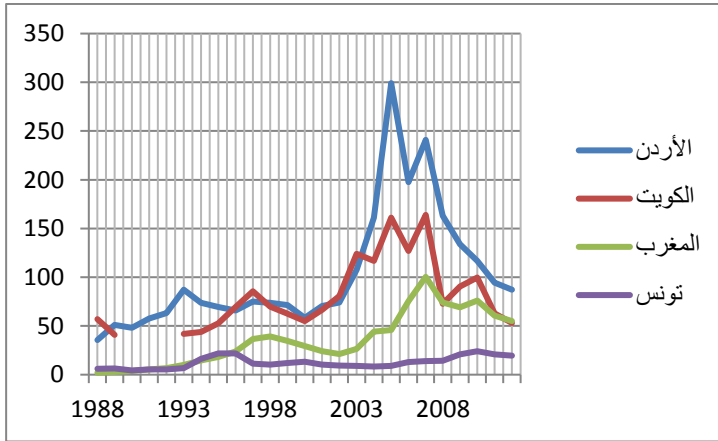
الجدول 1: عدد الشركات المدرجة في بورصات المغرب، تونس، الأردن والكويت

| البلد | 1999 | 2000 | 2002 | 2003 | 2004 | 2006 | 2007 | 2008 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| الأردن | 152 | 163 | 158 | 161 | 192 | 227 | 245 | 262 | 277 | 247 | 243 |
| الكويت | 76 | 77 | 85 | 97 | 113 | 163 | 181 | 202 | 215 | 206 | 189 |
| المغرب | 55 | 53 | 55 | 53 | 52 | 65 | 74 | 77 | 73 | 75 | 76 |
| تونس | 44 | 44 | 47 | 46 | 44 | 48 | 50 | 49 | 56 | 57 | 59 |

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

وتعتبر رسملة البورصة إلى الناتج الداخلي الخام مؤشراً مهماً لتحديد درجة اعتماد الاقتصاد على السوق المالي في التمويل، حيث مثلت هذه النسبة اتجاهها تصاعدياً في بداية القرن الحالي حيث بلغت ذروتها في الأردن بنسبة 300 %، قبل أن تتراجع في أعقاب الأزمة المالية. وفي المقابل، كانت هذه النسبة منخفضة في المغرب وتونس وهو ما يفسر باعتماد اقتصاد كلاهما بشكل كبير القطاع المصرفي في التمويل مقارنة بالسوق المالي.

الشكل 2: معدل رسملة البورصة (رسملة البورصة/الناتج الداخلي الخام) في المغرب، تونس، الأردن والكويت



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

وعلى الرغم من التفاوت في معيار حجم السوق بين بلدان الدراسة إلا أنه يبقى مشجعاً، ولا يعزى ذلك إلى ارتفاع الأسعار فحسب وإنما كذلك إلى قبول إدراج أسهم وبورصات جديدة. وبالنسبة لمؤشر السيولة فقد سجل بدوره ارتفاعاً كبيراً في بورصات بلدان الدراسة، فقد بلغت قيمة التداول 120000 مليون دولار سنة 2008 في بورصة الكويت، وهو ما يوضح درجة

النشاط مقارنة بالأسواق الأخرى. وما قيل عن مؤشر القيمة السوقية ينطبق على قيمة التداول إذا ما قورن بالبورصات الناشئة أو المتقدمة، فقيمة تداول بورصات بلدان الدراسة مجتمعة لا تمثل سوى 3% من قيمة التداول في بورصة إسبانيا سنة 2008⁽¹⁹⁾. وعلى الرغم من حداثة أغلب الدول العربية في هذا الأسلوب من أساليب التمويل، إلا أن نتائجها تعتبر مشجعة خاصة في بورصة الكويت.

سابعاً: النمو الاقتصادي وتطور الأسواق المالية في المغرب، تونس، الأردن والكويت

تفترض النظرية الاقتصادية وجود علاقة بين النمو الاقتصادي ومعايير تطور الأسواق المالية، ومن أجل إجراء اختبارات إحصائية لبلدان الدراسة سوف يتم الاعتماد على نموذج يعتمد على نصيب الفرد من الداخلي الخام، والذي يرمز له بـ: GDPPC، أما معايير التطور المالي فقد تم اعتماد رسملة البورصة: MKTCAPI، قيمة التداول STOCKTRAD وعدد الشركات المدرجة LISTED. وذلك من خلال الانحدار الخطي المتعدد لكل من المتغيرات السابقة على نصيب الفرد من الناتج المحلي الخام، وما يمكن التوصل إليه من خلال الملحق هو أن تأثير الشركات المدرجة على النمو الاقتصادي في تونس بشكل موجب في حين لم يكن لرسملة البورصة وقيمة التداول معنوية إحصائية رغم الجودة النسبية للنموذج العام وفق معيار R^2 المعدل = 86%.

وفي المقابل، كانت جميع المتغيرات ذات دلالة معنوية في المغرب باستثناء الشركات المدرجة، مع تسجيل علاقة عكسية بين النمو وقيمة التداول. وهو ما ينطبق كذلك على بورصة عمان بعد تعديل النموذج، وفي الأخير تشير النتائج إلى عدم معنوية المتغيرات في بورصة الكويت باستثناء عدد الشركات المدرجة. ولتجاوز هذه المشاكل الإحصائية يجب استخدام الطرق القياسية المناسبة

ثامناً: سبل تطوير أسواق رأس المال في المغرب، تونس، الأردن والكويت

ما يمكن التوصل إليه من خلال متابعة تطور أسواق رأس المال في بلدان الدراسة هو النتائج التالية:

- على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدوداً بسبب هيمنة القطاع المصرفي على التمويل في هذه البلدان.

- على مستوى الأسواق الثانوية، تنسم بصغر حجمها وتدني القيمة السوقية للبورصات العربية وضعف حركة تداول الأوراق المالية على الرغم بنسب النمو المرتفعة في هذه المؤشرات لدى أغلب دول الدراسة خاصة البورصة الكويتية.
- انخفاض الطلب في العديد من بورصات بلدان الدراسة لقلّة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.
- عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركات العمومية، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار.
- النقص الكبير الذي تعاني منه بعض البورصات في مجال نشر المعلومات حول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.
- ولتجاوز النقائص المسجلة في هذه البورصات، وضعف العلاقة بين النمو الاقتصادي ومعايير تطور الأسواق المالية كما هو واضح في الملاحق، من الضروري تنشيط الأسواق المالية وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى استثمارات منتجة، وذلك من خلال توفر جملة من الشروط أبرزها:
 - خلق بيئة اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية لحشد المدخرات.
 - تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية.
 - دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كأن تقدم حوافز للمقدمين على التعامل في السوق المالي.
 - ترقية الإفصاح والشفافية بتطوير المعايير المحاسبية ومعاينة الشركات عن تقصيرها في هذا الجانب.
 - توسيع استخدام شبكة الانترنت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي. بما يضمن وصول المعلومات في الوقت المناسب للمتعاملين في السوق، عبر نشر تقارير دورية تخص نشاط السوق، وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محلياً ودولياً في المجال الاقتصادي والمالي.
 - توسيع التعاون بين بورصات المنطقة، والعمل على الاستفادة من الهيئات الإقليمية والدولية فيما يتعلق بالدعم الفني والمادي.
 - فتح بورصات المنطقة للتوظيفات البنينة، من خلال تسهيل تداول القيم بين تلك الدول لاستيعاب الأموال الضخمة التي تتوفر عليها.

- الانفتاح المحلي والمدروس على رؤوس الأموال الأجنبية لتفادي الأموال الساخنة أو المضاربة البحتة، ولتفادي تسرب رؤوس الأموال المحلية.
- إن وجود بورصات في هذه الدول تكون على قدر عال من الكفاءة من شأنه أن يساهم في امتصاص الأموال المتداولة خارج الإطار الرسمي أو ما يعرف باقتصاد الظل.

الملحق: المحدار النمو الاقتصادي/ معايير تطور الأسواق المالية

تونس

Dependent Variable: GDPPC
 Method: Least Squares
 Date: 06/06/14 Time: 15:12
 Sample (adjusted): 1990 2012
 Included observations: 22 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| LISTED | 32.82920 | 8.208153 | 3.999585 | 0.0008 |
| MKTCAPI | 1.17E-07 | 7.38E-08 | 1.584531 | 0.1305 |
| STOCKTRAD | 3.90E-07 | 4.26E-07 | 0.913709 | 0.3729 |
| C | 824.0109 | 261.3460 | 3.152950 | 0.0055 |
| R-squared | 0.882409 | Mean dependent var | | 2841.442 |
| Adjusted R-squared | 0.862811 | S.D. dependent var | | 967.6426 |
| S.E. of regression | 358.4058 | Akaike info criterion | | 14.76417 |
| Sum squared resid | 2312186. | Schwarz criterion | | 14.96255 |
| Log likelihood | -158.4059 | Hannan-Quinn criter. | | 14.81091 |
| F-statistic | 45.02439 | Durbin-Watson stat | | 0.665018 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

المغرب

Dependent Variable: GDPPC
 Method: Least Squares
 Date: 06/06/14 Time: 15:19
 Sample (adjusted): 1988 2012
 Included observations: 25 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| MKTCAPI | 3.28E-08 | 2.99E-09 | 10.99061 | 0.0000 |
| LISTED | 1.294568 | 4.704443 | 0.275180 | 0.7859 |

| | | | | |
|--------------------|-----------|-----------------------|-----------|----------|
| STOCKTRAD | -2.32E-08 | 8.72E-09 | -2.665446 | 0.0145 |
| C | 944.9984 | 270.6234 | 3.491932 | 0.0022 |
| R-squared | 0.934735 | Mean dependent var | | 1689.104 |
| Adjusted R-squared | 0.925412 | S.D. dependent var | | 715.9653 |
| S.E. of regression | 195.5359 | Akaike info criterion | | 13.53501 |
| Sum squared resid | 802920.1 | Schwarz criterion | | 13.73003 |
| Log likelihood | -165.1876 | Hannan-Quinn criter. | | 13.58910 |
| F-statistic | 100.2558 | Durbin-Watson stat | | 1.826156 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

الأردن

Dependent Variable: GDPPC
 Method: Least Squares
 Date: 06/06/14 Time: 15:27
 Sample (adjusted): 1988 2012
 Included observations: 25 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| LISTED | 11.69126 | 1.318443 | 8.867475 | 0.0000 |
| MKTCAPI | 5.57E-08 | 1.89E-08 | 2.942718 | 0.0075 |
| STOCKTRAD | -7.45E-08 | 2.37E-08 | -3.146041 | 0.0047 |
| R-squared | 0.853627 | Mean dependent var | | 2327.680 |
| Adjusted R-squared | 0.840321 | S.D. dependent var | | 1128.752 |
| S.E. of regression | 451.0480 | Akaike info criterion | | 15.17319 |
| Sum squared resid | 4475775. | Schwarz criterion | | 15.31946 |
| Log likelihood | -186.6649 | Hannan-Quinn criter. | | 15.21376 |
| Durbin-Watson stat | 1.185230 | | | |

- ¹ Levine R. [1997], « Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda », *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n°2, p.688-726.
- ² 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: ص.2.
- ³ FAERBER E. [2000], "ALL ABOUT BONDS AND BOND MUTUAL FUNDS : The Easy Way to Get Started", McGraw-Hill, New York.
- ⁴ Levine R, Zevos S, . [1996], "Stock Market Development and Long Run Growth", **World Bank**, Working Paper, N°1582, Washington, D.C, p.7
- ⁵ DEFOSSÉ G, BALLEY P, 1993 **La bourse des valeurs** Alger: Edition BOUCHENE. pp. 19-20.
- ⁶ Bertrand JAQUILLAT, Bruno SOLNIK, *Marchés Financiers : Gestion de Portefeuille et des Risques*. Paris : Dunod. 1997 pp. 14-15
- ⁷ Asli DEMIRGUC-KUNT, Ross LEVINE, (1996), "Stock Markets, Corporate finance and Economic Growth: Overview", World Bank, Working Paper WPS 678-37.p. 7.
- ⁸ Bernard JAQUILLAT, Bruno SOLNIK, Op.cit. p.p. 24-25.
- ⁹ Ross LEVINE, Sara ZERVOS, "Stock markets, Banks, and Economic Growth", world bank, not published, p.13
- ¹⁰ Michael LEAHY, and all, "Contribution of financial system to growth in OECD countries", OECD, Working Papers n°:280, 2001, p.14
- ¹¹ World Bank, "World Development Indicators 2013"
- ¹² Bertrand JAQUILLAT, Bruno SOLNIK, Op. cit., P.P 22-23
- ¹³ Ross LEVINE, Sara ZERVOS, "Stock Market Development ...", Op. Cit, P.7
- ¹⁴ Ibid.
- ¹⁵ بورصة الدار البيضاء: <http://www.casablanca-bourse.com/>
- ¹⁶ بورصة تونس: <http://www.bvmt.com.tn/>
- ¹⁷ بورصة الكويت: <http://www.kuwaitse.com/A/>
- ¹⁸ بورصة عمان: http://www.exchange.jo/sites/default/files/Arabic_Profile.pdf
- ¹⁹ World Federation Of Exchanges, Op. Cit, p.45