

واقع واتجاهات الأداء الكلي للإستثمار الأجنبي غير المباشر في أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة تحليلية

أ/ وفاء هاشم حسن شهاب الدين

أ.د/ حسني حسن مهران

أ.د/ حافظ محمود شلتوت

مدرس مساعد اقتصاد،
كلية التجارة، جامعة بنها

أستاذ الاقتصاد، وعميد كلية
التجارة الأسبق، جامعة بنها

أستاذ الاقتصاد المتفرغ
بكلية التجارة، جامعة بنها

الملخص

هدفت الدراسة الحالية إلى التعرف على نشأة أسواق الأوراق المالية العربية، وأهم خصائصها، وتحدياتها، وتحليل واقع وتطورات الأداء الكلي للإستثمار الأجنبي غير المباشر فيها خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٠). وباستخدام المنهج الاستقرائي (متمثلاً في أداة التحليل الوصفي)، تبين وجود تطور كبير للدور التمويلي لأسواق الأوراق المالية العربية كوسيلة فعالة في دعم وتمويل أهداف التنمية الاقتصادية في المنطقة العربية، حيث توجد خصائص بعضها إيجابي، مثل: إتباع نهج تنموي إصلاحي في أسواق الأوراق المالية العربية، وتزايد عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية. والبعض الآخر سلبي مثل: صغر حجم أسواق الأوراق المالية العربية، تراجع نسب العمق المالي وتدني مستوي الشفافية والافصاح. كما بينت الدراسة أيضاً أن قيمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر ممثلة في صافي استثمارات الحافظة شهدت تقلباً حاداً بين عام وآخر في المنطقة العربية، وذلك على ضوء تواجد عدد من التحديات أهمها: عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، انخفاض معدل الإدخار، ضعف معدل دوران الأسهم، نقص السيولة، ارتفاع مستويات الفساد، ضعف التوجه لدى الشركات العائلية للتحويل إلى شركات مساهمة عامة، غياب أو ضعف التكامل الاقتصادي والمالي العربي و ضعف مستوى التوعية الاستثمارية في البورصات العربية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، الاستثمار الأجنبي غير المباشر، العمق المالي، الإدخار، السيولة، البلدان العربية.

مقدمة

لا يمكن النظر إلى أسواق الأوراق المالية على أنها مجرد سوق لبيع وشراء الأوراق المالية فحسب، بل إنها تعد نبض الاقتصاد - كما هو معروف في العالم المتقدم- كما تعتبر انعكاساً لتطلعات وتقييم المستثمرين، بالنسبة إلى المستقبل الاقتصادي. وبسبب الأهمية البالغة التي تتمتع بها أسواق الأوراق المالية، وعلاقتها المباشرة بقوة الاقتصاد، قد حظيت دراسة الأسواق المالية باهتمام كبير من الباحثين الأكاديميين وصانعي السياسات الاقتصادية ... إلخ. ويُنظر إلى الاستثمار الأجنبي عمومًا على أنه محفز للنمو الاقتصادي ويمكن أن تقوم به المؤسسات والشركات والأفراد، وتتمثل الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة **Foreign Portfolio Investment** في الشركات والمؤسسات المالية المحلية والمستثمرين من القطاع الخاص، الذين يشترون حصصاً في شركات أجنبية تتداول في بورصة أجنبية بشكل عام، حيث يمكن للشركة المحلية بيع استثماراتها بسهولة وبسرعة كبيرة، وأحياناً في غضون أيام من الشراء. ويشار إلى هذا النوع من الاستثمار أحياناً باسم **استثمار المحفظة الأجنبية (FPI)**. ولا تشمل الاستثمارات غير المباشرة أدوات حقوق الملكية مثل الأسهم فحسب، بل تشمل أيضاً أدوات الدين مثل السندات.

وقد كان هناك إتحاه قوي في العقدين الأخيرين نحو الاستثمار في المحافظ المالية الأجنبية، ورغم ذلك تقرر الأدبيات الحالية بأن المخاطر المرتبطة بالاستثمار الأجنبي في المحفظة ترجع بشكل رئيسي إلى الصعوبات في تحقيق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث يواجه المستثمر الأجنبي الذي يختار الاستثمار في بلد متلقي تكاليف دخول أعلى للمشاركة المباشرة في صناعة ما، بسبب تكاليف الإعداد الأولية للمشروع وكذلك تكاليف خروج أعلى بسبب صعوبة إعادة بيع (Razin,2002,p3).

وعليه، تعد سوق الأوراق المالية أحد أهم الأسواق الفرعية لسوق المال، والعمود الفقري لسوق رأس المال في ظل الاقتصاد الحر، ويعتبر تطوير "سوق المال" من المرتكزات المهمة في إطار الجهود المبذولة للإصلاح الاقتصادي والتحول نحو آليات السوق من أجل تعبئة وتخصيص الموارد، وإفساح المجال أمام القطاع الخاص للقيام بدور أكبر في النشاط الاقتصادي، وذلك نظراً للدور الحيوي الذي تلعبه هذه السوق في حشد المدخرات واستقطاب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها إلى المشاريع الإنتاجية الأكثر كفاءة وربحية. ويتكوّن سوق

المال من كيانات لديها فوائض مالية (مؤسسات، أو هيئات، أو بنوك، أو أفراد)، وأخرى لديها أوجه عجز مالي تحتاج إلي تحويل هذا الفائض إليها، من خلال قنوات معينة لأجل محددة، وبواسطة أدوات مالية معينة وفقاً للسياسات التي تنظم هذه المعاملات.

ويلاحظ أن الزيادة الهائلة في تدفقات الحافظة تتسم بالزيادة في البلدان المصدرة للنفط على وجه الخصوص - حيث ارتفعت من ١٠ مليار دولار أمريكي في ٢٠٠٨ إلى ٤٠ مليار دولار أمريكي في ٢٠١٨ - مما ساعد على تعويض الانخفاض الكبير في الاستثمار الأجنبي المباشر. وبالنسبة للبلدان المستوردة للنفط، ساعد على ملء هذا الفراغ حدوث طفرة في أشكال أخرى من تدفقات رأس المال - بما في ذلك زيادة الودائع الأجنبية - من ٩ مليار دولار أمريكي في ٢٠٠٨ إلى حوالي ٢٣ مليار دولار أمريكي في ٢٠١٨ (صندوق النقد الدولي، ٢٠١٩).

ووفقاً لقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي، شهد عام ٢٠٢١ تراجعاً في قيمة استثمارات الحافظة إلى المنطقة العربية لتسجل ٣٢ مليار دولار من أصل ٨٢ تريليون دولار كقيمة إجمالية لصافي استثمارات الحافظة العالمية وفق بيانات صندوق النقد الدولي^١.

مشكلة الدراسة: تمثل المنطقة العربية أحد أهم المناطق المركزية في العالم، حيث تتوسط جغرافياً العالم. ناهيك عن وجود تطور كبير في قدراتها الاقتصادية سواء من ناحية الموارد الطبيعية أو المالية والبشرية. وفي ظل هذا التطور تسعى لجذب الاستثمار الأجنبي إليها، حيث تتزايد حاجاتها إلى المزيد من الاستثمارات. ويعول على تدفقات الاستثمار الأجنبي المساهمة في التنمية الاقتصادية للمنطقة العربية.

وعلى ضوء حالة التوتر والتقلب المزمرة التي تعيشها المنطقة العربية بين فترة وأخرى فإن عملية جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو ما يعرف باستثمارات الحافظة، تتسم بصعوبة من ناحية، ومن ناحية أخرى تشهد هذه المنطقة حالة من عدم الجاهزية خاصة على صعيد شفافية المعلومات والافصاح، إضافة إلى عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي أيضاً. ناهيك عن ضعف مستوى التنمية الاقتصادية في المنطقة العربية، على الرغم من أن ناتجها المحلي الإجمالي يبلغ ٢.٥٧ تريليون دولار ويبلغ عدد سكانها ٣٩٢ مليون نسمة، مما جعلها من أكثر المناطق شباباً في العالم، حيث تتراوح أعمار ٢٨٪ من السكان بين ١٥ و ٢٩ عاماً،

^١ لمزيد من التفاصيل حول قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي حول استثمارات الحافظة يمكن الرجوع إلى الرابط التالي
https://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363&fbclid=IwAR2lrRCukW2iW_V9tt6x8IV942yk4x-BeBBQ5aUAG_vKXGNVashXhYGLBC0

ويبلغ متوسط عمر المنطقة ٢٢ عامًا مقارنة بالمتوسط العالمي البالغ ٢٨ عامًا. أضف إلى هذا، أن المنطقة العربية تمتلك أكثر من ٤٣٪ من إجمالي احتياطيات النفط في العالم، وأكثر من ربع إجمالي احتياطيات الغاز في العالم. ومع ذلك، لازالت تعاني ضعف في مستوى التنمية، يجعلها تقع في المرتبة قبل الأخيرة على مستوى العالم قبل منطقة أفريقيا جنوب الصحراء (Benner,2020, p13).

في حين أظهرت الدول العربية المنتجة للنفط أداءً ضعيفاً من حيث أداء النمو الاقتصادي في التسعينيات ونهاية العقد الأول من الألفية، وكان أداء الاقتصادات الأكثر تنوعاً مثل تونس والمغرب ومصر أفضل من أمريكا اللاتينية وأفريقيا جنوب الصحراء، لكنها لا تزال أضعف من نظيراتها في شرق وجنوب آسيا. ومع ذلك، ظلت الاقتصادات العربية تعاني من صعوبات هيكلية شديدة لفترة طويلة، وهي المشكلة الكبرى الواضحة في معظمها (Noland,2007).

وعلى هذا النحو تطرح الدراسة التساؤلات التالية:

١- ما هي خصائص وتطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٠)؟

٢- ما هو الأداء الكلي للإستثمار الأجنبي غير المباشر في المنطقة العربية خلال فترة الدراسة؟

أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى ما يلي:

- ١- التعرف على نشأة أسواق الأوراق المالية العربية وأهم خصائصها.
- ٢- تحليل واقع وتطور الأداء الكلي للإستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصات الدول العربية خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٠).

أهمية الدراسة: تكتسب الدراسة أهميتها من خلال دراسة الأداء الكلي للإستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية. حيث شهدت أسواق الأوراق المالية العربية منذ عام ٢٠٠٥، العديد من التطورات الهامة على وجه الخصوص تلك المتعلقة بالأطر التشريعية والتنظيمية، وأنظمة التداول والتسوية والحفظ المركزي، بالإضافة إلى أنشطة الوساطة ونوعية الخدمات المقدمة للمتعاملين (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٢).

وبالفعل، يكتسب الاستثمار الأجنبي غير المباشر أهمية متزايدة كونه مصدراً هاماً من مصادر التمويل، تسعى جميع البلدان والمناطق ومن بينها المنطقة العربية إلى جذبها والاستفادة من قدراته في تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، وفي هذا البحث، يتم التطرق لرصد

تطورات الإستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمارات الحافظة) في المنطقة العربية خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٠).

فرضيات الدراسة:

"يتسم الأداء الكلي للإستثمار الأجنبي غير المباشر في أسواق الأوراق المالية العربية بحالة من التقلب ترجع لعوامل عديدة من جانب وخصائص لصيقة بالمنطقة العربية من جانب آخر".

منهج الدراسة: تستخدم الدراسة المنهج الاستقرائي التحليلي وذلك من خلال عرض وتحليل الأداء الكلي للإستثمار الأجنبي غير المباشر في أسواق الأوراق المالية العربية. وذلك من خلال عرض وتحليل مؤشرات الأداء ذات الصلة بالبحوث والدراسات السابقة والتقارير الخاصة بالاقتصاد العربي. وتعتمد الدراسة - في سبيل اختبار فرضياتها وتحقيق أهدافها - على أداة التحليل الوصفي، حيث يتم رصد مؤشرات نشأة أسواق الأوراق المالية وخصائصها وصولاً إلى المؤشرات المعبرة عن أدائها الكلي خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٠). ومن ثم، يتم تقسيم الدراسة إلى ما يلي:

١- سوق الأوراق المالية العربية: النشأة والخصائص

١ / ١ نشأة أسواق الأوراق المالية العربية

بدأت في عام ١٨٦١ بالإسكندرية^٢ أقدم البورصات المشتغلة بالتعامل الآجل في القطن، ثم كانت أولى محاولات إنشاء بورصة للأوراق المالية في مصر، سنة ١٨٩٠، تلتها محاولة ثانية في عام ١٨٩٨، في عام ١٩٠٧ حيث احتلت بورصتي: القاهرة، والإسكندرية المرتبة الخامسة عالمياً، من حيث حجم التعاملات، وقيمة التداول، وبلغ عدد الشركات المتداولة في بورصة القاهرة ٢٢٨ شركة، بإجمالي رأس مال، قيمته ٩١ مليون جنيه مصري، في ذلك الوقت، واستمرت محتفظةً بالمركز الرابع - عالمياً - حتى الأربعينيات. وعقب ذلك كانت البداية الفعلية لبورصة القاهرة في عام ١٩٠٣، وكان قانونها بمثابة لائحة ظلت تحكم البورصة لمدة سبع سنوات حتى أواخر سنة ١٩١٠ رغم صدور أول قانون لتنظيم البورصات في ٨ نوفمبر ١٩٠٩.^٣

^٢ كان سماسرة الاوراق المالية يجتمعون في احدى المقاهي، الى ان انشئت لهم مقصورة خاصة في بورصة البضائع الاجلة في سنة ١٨٨٣. لكن اجتماعاتهم للتعامل في تلك المقصورة لم ترق الى منزله البورصة الا في سنة ١٩٠٢ حينما انشئت نقابتهم، وأصبح قانونها هو المنظم للمعاملات. وبهذا كانت بورصة الاسكندرية اسبق في النشأة من بورصة القاهرة.

^٣ الموقع الرسمي للبورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/History.aspx>

ولقد تأسس اتحاد البورصات العربية في يونيو ١٩٧٨ ليكون الجهاز التوجيهي للبورصات العربية، بناء على توصية مؤتمر البنوك المركزية العربية المنعقد تحت رعاية الأمانة العامة لجامعة الدول العربية في المملكة الهاشمية (الأردن) . ويقع المقر الرئيسي لاتحاد البورصات العربية في بيروت، لبنان. كذلك تأسست بورصة قطر في عام ١٩٩٥، وبدأت رسمياً عملياتها في عام ١٩٩٧ تحت مسمى سوق الدوحة للأوراق المالية بوجود ١٧ شركة مدرجة. ومنذ ذلك الوقت، تطورت السوق لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج^٤.

وفي عام ٢٠٠٠، تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية في ١٥ نوفمبر بموجب القانون المحلي رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه. وفي ١٧ مارس ٢٠٢٠، تم تحويل سوق أبو ظبي للأوراق المالية من مؤسسة عامة إلى شركة مساهمة عامة استناداً للقانون (٨) من عام ٢٠٢٠^٥. وفي المملكة العربية السعودية وافق مجلس الوزراء في الجلسة المنعقدة يوم الاثنين ٢٩ صفر ١٤٢٨هـ، الموافق ١٩ مارس ٢٠٠٧م، على تأسيس شركة السوق المالية السعودية (تداول).

وفي ذات السياق، يتكون هيكل سوق أعضاء اتحاد البورصات العربية من ١٨ بورصة عربية، و ٤ مكاتب مقاصة، و ٣٤ مؤسسة خدمات مالية، بقيمة رأس مال سوقي تبلغ ٣.٢ تريليون دولار وقيمة تداول تبلغ ٣٤١ مليار دولار في عام ٢٠١٩، من بينها ٩ بورصات مملوكة من قبل قطاع عام، ٥ شركات مساهمة، أربعة منها في طور الخصخصة وأكثر من ١٥٠٠ شركة مدرجة في تلك البورصات. لا زالت هذه البورصات تواجه عددا من التحديات في مقدمتها طبيعة الدور المالي والتنموي للبورصة ومدى كفاءته، وإنخفاض سرعة دوران الأسهم. والاعتماد الكبير على أسعار النفط. ناهيك عن نقص السيولة. (Khalaf, 2017).

ناهيك عن هيمنة القطاع المصرفي على سوق المال، حيث أن البنوك التجارية تخصص ٤٠% من إجمالي الائتمان المصرفي للقروض الشخصية. وتُظهر الاقتصادات العربية معدلات منخفضة لدخول الشركات مثل اقتصادات الشرق الأوسط وشمال إفريقيا غير الخليجية. في حين تتمتع المغرب وتونس بأعلى مستوى دخول بين دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا غير الخليجية (World Bank, 2014).

^٤ الموقع الرسمي لبورصة الدوحة <https://www.qe.com.qa/ar/historical-background>

^٥ الموقع الرسمي لسوق أبو ظبي <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutADX/default.aspx>

٢/١ خصائص أسواق الأوراق المالية العربية: في هذا البند يتم عرض خصائص

أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وذلك على النحو التالي:

أ- استمرت الدول العربية منذ عقد التسعينيات وبداية العقد الأول من الألفية في تطبيق سياسات التصحيح الاقتصادي والإصلاح الهيكلي التي تهدف إلى المحافظة على التوازنات الاقتصادية الداخلية والخارجية، وتعميق الإصلاحات الهيكلية وتوسيع نطاقها لتحسين كفاءة تعبئة الموارد وإحكام توظيفها وذلك بهدف زيادة إنتاجية الاقتصاد وتعزيز قدرته التنافسية، وتهيئة بيئة اقتصادية مستقرة تشجع الاستثمار المحلي والأجنبي وتدعم النمو القابل للاستمرار لتحسين مستوى معيشة السكان وتوفير فرص العمل المنتج.

ب- أقدمت غالبية أسواق الأوراق المالية العربية على وضع تعليمات للإفصاح ومعايير للمحاسبة والتدقيق تتماشى مع المعايير الدولية في هذه المجالات، وذلك تعزيزاً لمبدأ الشفافية وحماية المستثمرين وزيادة مصداقية هذه الأسواق. وحيث أن القوائم المالية تعتبر المصدر الرئيسي للمعلومات المتاحة للمتعاملين، فقد ألزمت قوانين وتعليمات الأسواق المالية في الدول العربية الشركات المدرجة فيها بالإفصاح عن بياناتها المالية بشكل ربع سنوي ونصف سنوي، وألزمها بتطبيق معايير المحاسبة الدولية في طريقة إعداد هذه البيانات بالإضافة إلى توسيع نطاقها (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٤، ص ١٤).

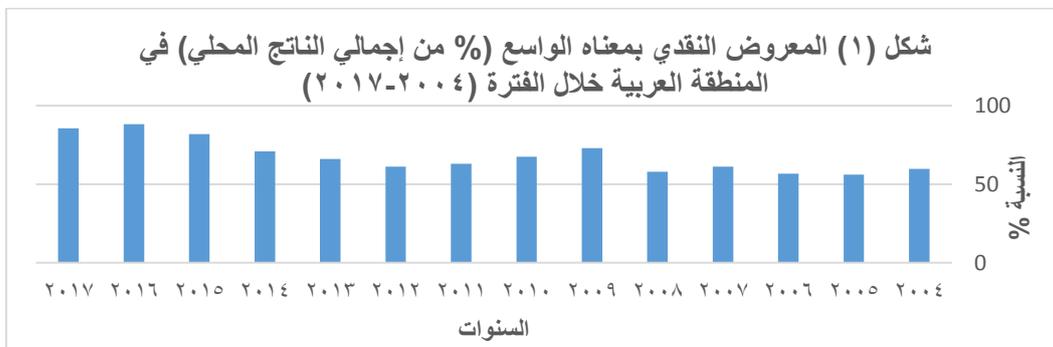
ج- يمكن تصنيفه أسواق الأوراق المالية العربية إلى ثلاث مجموعات. تضم المجموعة الأولى الأسواق التي تتجاوز قيمتها السوقية قيمة الناتج المحلي الإجمالي، وتشمل بورصة عمان بنسبة ٢٠٨%، وسوق البحرين بنسبة ١٣٤%، وسوق الكويت بنسبة ١٠٩% وسوق الدوحة بنسبة ١١٥%. أما المجموعة الثانية فتضم الأسواق التي تتجاوز قيمتها السوقية نصف قيمة الناتج المحلي الإجمالي، وهي سوق الأسهم السعودي بنسبة ٩٤%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنسبة ٨٧%، وبورصة الدار البيضاء بنسبة ٨٤%، وسوق فلسطين بنسبة ٦٢% وسوق دبي المالي بنسبة ٥٢%. وأما المجموعة الثالثة فتضم بقية الأسواق التي تقل قيمتها السوقية عن نصف قيمة الناتج المحلي الإجمالي، وهي تعتبر أسواقاً صغيرة الحجم مقارنة بحجم الاقتصاد الوطني لبلد السوق المعني.

د- تضمنت التطورات والمستجدات التي شهدتها الأسواق المالية العربية خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٠)، بوادر وخطوات أدت إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق وزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة. كما شملت هذه التطورات استمرار

برامج الخصخصة وتشجيع الشركات العائلية على التحول إلى شركات مساهمة عامة لتوسيع قاعدة المساهمين وبالتالي تعزيز وضعها المالي. ومن جهة أخرى، استمر التطور التقني والفني في توفير التسهيلات التي تجعل عمل الوسطاء والمستثمرين أكثر يسراً ودقة، حيث قامت العديد من الأسواق المالية العربية بإدخال أنظمة تداول ومقاصة آلية من خلال تطبيق أنظمة تداول الأسهم عبر الإنترنت. بالإضافة إلى ذلك، أنشأ صندوق النقد العربي مجموعة العمل الإقليمية للتقنيات المالية الحديثة عام ٢٠١٨، بحيث تهدف إلى تعزيز التحول الرقمي في مجال الخدمات المالية في البلدان العربية مع ضمان الاستقرار المالي (صندوق النقد العربي، ٢٠١٩، ص ١٣٣).

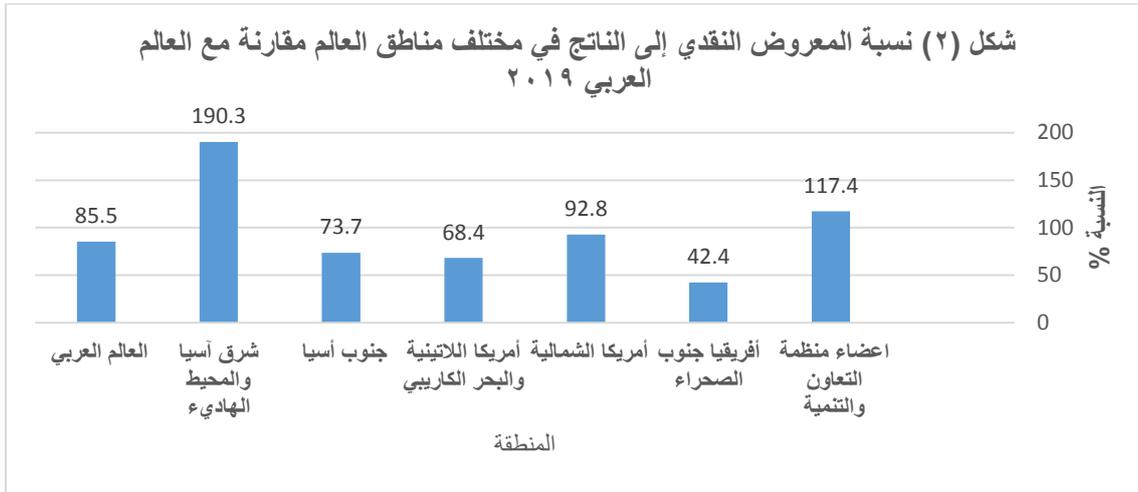
هـ- **صغر حجم السوق العربية للأوراق المالية:** حيث أن أسواق رأس المال في المنطقة العربية صغيرة ، وحتى وقت قريب كان النظام المصرفي يهيمن على الأنظمة المالية لبلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. ومع ذلك، في العقد الأخير، لوحظ ظهوراً معيئاً في سوق الأوراق المالية العربية، حيث ارتفع إجمالي الرسملة السوقية بنسبة ٧١٪ بين عامي ٢٠٠٨ و ٢٠١٣ بينما زادت أصول البنوك بنسبة ١٨٪ فقط.

و- **تدني العمق المالي وجمود التنمية المالية:** على الرغم من التنوع الكبير بين بلدان العالم العربي، يمكن إجراء بعض التعميمات الواسعة وتفسيرها من خلال الروابط الاقتصادية والمؤسسية والسياسية والثقافية المشتركة نسبياً. أولاً، تتميز المنطقة بمستوى متدنٍ من التنمية المالية، حيث إن نسبة المعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) إلى الناتج المحلي الإجمالي - مقياس العمق المالي - قد زادت في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من ٥٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٩٠ إلى ٥٨٪ في عام ٢٠٠٦ (مستوى ما قبل الأزمة) و ٦٩٪ في عام ٢٠١٣، وصولاً إلى ٨٥.٥٪ عام ٢٠١٧ وذلك كما هو موضح في (الشكل ١).



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على قاعدة بيانات البنك الدولي.

ومقارنة بمستويات مرتفعة للغاية تزيد عن الضعف لعام ٢٠١٩ في شرق آسيا والمحيط الهاديء (١٩٠.٣) وأعضاء منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (١١٧.٤%) وأمريكا الشمالية (٩٢.٨%)، فيما كانت جنوب آسيا وأمريكا اللاتينية والكاربيي ومنطقة أفريقيا جنوب الصحراء أقل من العالم العربي (أنظر الشكل رقم ٢).



المصدر: إعداد الباحثة إعتمادا على قاعدة بيانات البنك الدولي المفتوحة.

ي-تطور عدد الشركات المدرجة في السوق العربية للأوراق المالية، حيث تزايدت من ١١١ شركة في بداية القرن الحادي والعشرين إلى ١٦٨٣ شركة عام ٢٠٢٠، أنظر الجدول رقم (١).

وبشكل عام، تختلف الأسواق الثانوية العربية القائمة فيما بينها من حيث حجم الصفقات فيها، ونشاط التداول، وإن تميزت جميعها بضيق نطاقها، مقارنة بأسواق الدول المتقدمة. ففي حين تتميز أسواق كل من دول مجلس التعاون الخليجي بتداول نشط نوعاً ما في أسهم الشركات، فإننا نلاحظ أن الأسواق الأخرى العربية تتميز بركود حركة التعامل وتباطؤ في نموها، فضلاً عن تميز جميع هذه الأسواق بتضاؤل الأهمية النسبية لتداول سندات القروض في كل منها.

جدول (١) إجمالي عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية العربية عام ٢٠٢٠

السوق	الشركات المدرجة	رسملة السوق (مليون \$)
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	٣٩	٢٢٢,٨٠٣.٢٢
سوق عمان للأوراق المالية	١٧٥	١٤,٤٩٥.٢٠
بورصة البحرين	٥٠	١٧,٤٥٧.٢٧
بورصة بيروت	٩٧	١٤,٦٠٣.٦٢
بورصة الكويت	٢٠٤	٩٦,٢٦٩.٤٣
بورصة القيم-الدار البيضاء	٧٦	٥٠,٧٨٥.٢٤
سوق دمشق للأوراق المالية	٢٧	٣,٥٢٢.٨١
سوق الدوحة للأوراق المالية	٤٩	١٣٨,٧٢١.٦٥
سوق دبي المالي	٨٢	٩٥,٥٣٧.٦٤
البورصة المصرية	٢٢٣	٣٠,٢١٩.٤٣
سوق العراق للأوراق المالية	١٠٥	١١.٥٢
سوق الخرطوم المالي	٦٧	١٢,٤١٩.١٦
سوق مسقط للأوراق المالي	١٦١	٢٦,٦٣٠.١٢
سوق فلسطين للأوراق المالية	٤٦	٢٠.٨٠
سوق المال السعودي	٢٠٣	٢,٤٣٩,٣٦٧.٧١
بورصة تونس	٧٩	٨,٥٢٤.٦٤
الإجمالي	١٦٨٣	٣,١٧١,٣٨٩.٤٥

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الشهرية، أكتوبر، ٢٠٢٠.

وتختلف الأسباب وراء هاتين الظاهرتين (النشاط والتباطؤ) في الدول العربية، خاصة أن دول الخليج تتمتع بتوفر فائض القدرة على التمويل وتحقق مدخرات فردية مرتفعة نتيجة لارتفاع أسعار النفط، حيث لم تجد هذه المدخرات منفذاً للاستثمار والمضاربة إلا في الأسهم، هذا بجانب الإصلاحات التنظيمية التي صاحبت هذه الأسواق في السنوات الأخيرة، وتهيئة الأطر القانونية والتنظيمية المناسبة، وإتباع سياسة تشجيع الاستثمارات الأجنبية من ناحية.

ومن ناحية أخرى، فإن سيادة نمط الشركات العائلية المغلقة في الأقطار العربية، واحتفاظ المساهمين بما في حوزتهم من أسهم واعدة دون عرضها للتداول، وارتفاع نسبة نصيب القطاع العام في ملكية الشركات العامة في بعض الدول العربية، كل ذلك من الممكن أن يكون وراء ظاهرة ضيق نطاق السوق وركود حركة التداول فيها. ويرى البعض أن حجم السوق وصغر متوسط رأس المال للشركات المدرجة فيه يترتب عليهما زيادة تقلبات الأسعار غير المبررة، خاصة في ظل ظروف ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح والشفافية مع انخفاض دور المستثمر المؤسسي في أنشطة التداول.

أما بالنسبة لسوق السندات، فإنه يلاحظ اعتماد الحكومات في هذه الدول على سياستها المالية في تمويل العجز في الموازنة العامة من خلال الاقتراض المحلي، مما أدى إلى تشجيع إصدار السندات، إلا أن النمط المؤسسي لحيازة هذه الأدوات (أي تمركز الملكية في المؤسسات دون الأفراد) قد حال دون تداولها في السوق الثانوية وبالتالي الإسهام في ركودها. ويمكن القول بأن أسواق الأسهم العربية تتميز عموماً بضيق نطاق السوق من حيث انخفاض العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة فيه وانخفاض الطلب المتمثل في انخفاض عدد وحجم أوامر الشراء (Onour,2009,p6).

كما تواجه أسواق الأوراق المالية العربية العديد من مواطن الضعف، التي زادت مع نقشي جائحة كورونا في بداية عام ٢٠٢٠، مما يكتف دواعي القلق بشأن الاستقرار المالي في بعض البلدان بالمنطقة خاصة في ظل تفاقم الديون الخارجية وهشاشة الأنظمة المالية والمصرفية، وتنامي مشكلة نقص السيولة، واتساع العجزات المالية (صندوق النقد العربي، ٢٠٢٠، ص ٤٠)

٢- الأداء الكلي لمؤشرات بورصات الأوراق المالية في الدول العربية:

التطورات والتحديات

لقد أصبح سوق الأوراق المالية سوقاً أساسياً يلعب دوراً حيوياً في الازدهار الاقتصادي الذي يعزز تكوين رأس المال ويحافظ على النمو الاقتصادي. وتعتبر بورصات الأوراق المالية هي أكثر من مجرد مكان لتداول الأوراق المالية، حيث تقوم بدور الوسيط بين المدخرين ومستخدمي رأس المال عن طريق تجميع المدخرات، وتقاسم المخاطر، وتحويل أو انتقال الثروة. كذلك تعد أسواق الأسهم ضرورية للنمو الاقتصادي لأنها تضمن تدفق الموارد إلى فرص الاستثمار الأكثر إنتاجية. ومن ثم فدراسة الأداء الكلي لبورصات الأوراق المالية يعد ذات أولوية للباحثين والأكاديميين وصانعي السياسة المالية والاقتصادية على السواء.

من أجل هذا، يتم في هذا البند عرض وتحليل الأداء الكلي لبورصات الأوراق المالية في الدول العربية، وصولاً إلى الوقوف على أهم التحديات التي تجابه هذا الأداء، وذلك على النحو التالي:

أولاً: تطورات الأداء الكلي لمؤشرات بورصات الأوراق المالية في الدول العربية

يساهم القطاع المصرفي والمالي في المنطقة العربية بشكل أساسي في نمو الاقتصادات العربية. وقد بلغ مجموع الأصول المصرفية في المنطقة ٣.٤ تريليون دولار أمريكي بحلول منتصف ٢٠١٨، أي ما يعادل ١٤٠ في المئة من إجمالي الناتج المحلي. وفي حين بلغ إجمالي الودائع في القطاع المصرفي العربي ٢.١ تريليون دولار أمريكي - أي ما يعادل ٨٧ في المئة من حجم الاقتصاد العربي (البوابة العربية للتنمية، ٢٠٢١).

وتكمن أهمية المنطقة العربية في أن جميع أسواق الأسهم فيها مفتوحة لمشاركة المستثمرين الأجانب وتسمح أيضاً بإعادة توزيع الأرباح ورأس المال. بصرف النظر عن الأردن حيث يقتصر المستثمرون الأجانب على قطاعات معينة، ولكن يُسمح لهم بامتلاك ٩٩٪ من رأس مال السياحة، والأسواق الأخرى لا تفرض قيوداً على المستثمرين الأجانب. على الرغم من انفتاح هذه الأسواق، إلا أنها لا تزال غير متطورة إلى حد ما ولا تزال القيمة السوقية الاجمالية للمنطقة العربية صغيرة - مقارنةً بالمناطق الأخرى، وبما يتناسب مع إجمالي الناتج المحلي (Assaf, 2006, p3).

وقد جاء أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٠)، متبايناً، فمنذ عام ٢٠٠٥ أولت السلطات العربية اهتماماً كبيراً بأسواق الأوراق المالية، وذلك في ظل جهودها لاستقطاب المدخرات ورفع كفاءة استخدامها وتشجيع الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي بهدف توسيع وتنويع القاعدة الاقتصادية في هذه الدول. وقد تضمنت هذه الجهود مواصلة التطوير في مجال التشريعات والقوانين التي تحكم هذه الأسواق، واعتماد برامج للخصخصة وتحول ملكية هذه الأسواق تدريجياً إلى القطاع الخاص فعلى سبيل المثال، تم في ديسمبر ٢٠٠٥ الإعلان عن تخصيص نسبة ٢٠ % من سوق دبي المالي للاكتتاب العام، وبذلك تكون أول سوق عربية تطرح نسبة من أسهمها منها للاكتتاب العام.

وفي هذا الإطار، شهدت أسواق الأوراق المالية العربية أداءً جيداً خلال عام ٢٠٠٥ حيث ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة ٩١.٦ % ليصل إلى ٤١٣.٣ نقطة في نهاية عام ٢٠٠٥ وهو أعلى رقم سجله المؤشر منذ بداية احتسابه عام ١٩٩٤. وشهدت أسواق الأسهم العربية خلال عام ٢٠٠٦ مجموعة من التطورات الهامة حيث واصلت الهيئات الرقابية

للبورصات العربية العمل على وضع معايير متطلبات الشفافية وأخرى لمهنة الوسطاء ووكلائهم وتطبيقها بما يتفق مع توفير الشفافية. كما عملت تلك الهيئات على وضع معايير للتأكد من سلامة متطلبات الإدراج وقواعد التداول، بحيث يسهم كل ذلك في زيادة كفاءة أداء الأسواق من حيث نشر وتوفير المعلومات الصحيحة (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٧، ص ١٤).

وفيما يخص الأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية، أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال عام ٢٠٠٦ انخفاضا كبيرا بلغت نسبته حوالي ٤٢ % ليصل إلى حوالي ٢٣٧ نقطة في نهاية عام ٢٠٠٦ مقارنة مع ٤١٣ نقطة في نهاية عام ٢٠٠٥. وبالمقارنة مع أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة، يظهر المؤشر المركب للصندوق أن أداء أسواق الأوراق المالية العربية في عام ٢٠٠٦ كان مغايراً للأداء الجيد الذي سجلته معظم الأسواق الناشئة خلال الفترة نفسها، حيث سجل مؤشر S&P500 الخاص بالأسواق الناشئة ارتفاعاً بلغ حوالي ١٣ % وفي نهاية ٢٠٠٧، ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة ٣٨.٣ % ليصل إلى ٣٢٨.٧ نقطة مقارنة مع ٢٣٧.٧ نقطة في نهاية عام ٢٠٠٦ (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٦).

كما شهدت هذه الأسواق خلال عام ٢٠٠٨ تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية. فبعد التحسن النسبي في أداؤها في عام ٢٠٠٧ وفي بداية عام ٢٠٠٨، عادت مؤشرات هذه الأسواق إلى الهبوط إثر تفاقم تداعيات الأزمة المالية العالمية. وقد انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية بنسبة ٤٩.٤ % في عام ٢٠٠٨ متجاوزاً الانخفاض في معظم مؤشرات أسواق الأسهم العالمية. وانخفضت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية إلى ٧٦٩.٦ مليار دولار في نهاية عام ٢٠٠٨ مقارنة بحوالي ١,٣٣٨ مليار دولار في نهاية عام ٢٠٠٧. وتجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية العربية قد خسرت مجتمعة ما قيمته نحو ٧٥٨ مليار دولار من قيمتها السوقية الإجمالية خلال الفترة من نهاية يونيو ٢٠٠٨ إلى نهاية مارس ٢٠٠٩ أي أكثر قليلاً من نصف قيمتها السوقية خلال تلك الفترة ٥١.٣ % (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٩).

أما فيما يتعلق بعام ٢٠٠٩، فإن الأسواق العربية ككل قد استعادت ما يعادل ١٣٣.٨ مليار دولار من خسائرها، حيث ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية بنسبة ١٧.٣ % خلال العام لتصل إلى ٩٠٣.٤ مليار دولار في نهاية ديسمبر ٢٠٠٩ مقابل ٧٦٩.٦ مليار دولار في نهاية ديسمبر ٢٠٠٨. وقد بلغت القيمة السوقية للبورصات العربية عام ٢٠١٠ ما قيمته ٩٨٣.٨ مليار دولار، وهي بذلك استعادت ما مقداره ٨٠.٤ مليار دولار (صندوق النقد العربي، ٢٠١٠، ص ١٣).

وفي المقابل، فقد شهدت غالبية أسواق المال العربية عام ٢٠١١، اضطرابات حادة، رغم أنها افتتحت الأسابيع الأولى من عام ٢٠١١ على ارتفاعات، وواصلت خلالها تعافيتها الذي بدأته خلال النصف الثاني من العام ٢٠١٠ بعد فترة طويلة من الانخفاض، إلا أن هذا التحسن ما لبث أن توقف مع اندلاع الاضطرابات في مصر في ٢٥ يناير ٢٠١١، فقد تراجعت مؤشرات البورصات العربية بشكل ملحوظ ومتسارع عاكسة مخاوف المستثمرين من تداعيات هذه الأحداث (صندوق النقد العربي، ٢٠١١).

كما خسرت هذه البورصات مجتمعة ما قيمته نحو ١٤١ مليار دولار قرابة ١٤% من قيمتها السوقية، وذلك خلال خمسة أسابيع فقط، من الفترة الممتدة من ٢٥ يناير إلى ٤ مارس. وعليه، فقد تراجعت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات العربية في عام ٢٠١١ بنحو ١٠.٣% لتبلغ نحو ٨٩٤ مليار دولار في نهاية ديسمبر ٢٠١١ لتخسر بذلك هذه البورصات ما مقداره حوالي ١٠٣ مليار دولار من قيمتها السوقية. وقد شهد عام ٢٠١٣ تحسناً كبيراً في القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات العربية. فقد ارتفعت هذه القيمة بنحو ٢٤.٢% خلال العام المذكور لتبلغ ١١٣٨ مليار دولار بنهاية ٢٠١٣ لتكسب هذه البورصات ما مقداره ٢٢٢ مليار دولار من قيمتها السوقية (صندوق النقد العربي، ٢٠١٤).

وعلى النقيض، جاء عام ٢٠١٥، سلبياً مقارنة مع عام ٢٠١٤، حيث إنخفضت القيمة السوقية للبورصات العربية وفقاً لبيانات صندوق النقد العربي بأكثر من ١٣٨ مليار دولار. لكن هذا الاتجاه لم يستمر طويلاً ففي عام ٢٠١٦، جاء أداء الأسواق المالية العربية إيجابياً بشكل عام، فقد ارتفعت القيمة السوقية للبورصات العربية بنحو ٤٤.٩ مليار دولار، لتصل إلى ١١٠٧.٧ مليار دولار في نهاية ٢٠١٦ (صندوق النقد العربي، ٢٠١٦).

وفي عام ٢٠١٨، كان الأداء إيجابياً بشكل عام وذلك بالمقارنة بعام ٢٠١٧، حيث إرتفعت القيمة السوقية للبورصات العربية بنسبة ٦.٢% لتصل هذه القيمة إلى نحو ١٢٠١.٩ مليار دولار. وفي عام ٢٠١٩، إرتفعت القيمة السوقية للبورصات العربية مجتمعة إلى ١٩٦١.٣ مليار دولار. وبالتحديد في العام المذكور وعند المقارنة مع الأسواق المالية الأخرى، جاء أداء أسواق المال العربية متماشياً بشكل عام مع أداء غالبية الأسواق المالية في الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية، حيث سجلت مؤشر MSCI للأسواق الناشئة في كل من أوروبا الشرقية، وشرق وجنوب آسيا، وأمريكا اللاتينية، ارتفاعات بنحو ٢٦.٩ و١٦.٦ و١٣.٧% على التوالي خلال العام (صندوق النقد العربي، ٢٠٢٠، ص ١٥٥).

وعلى صعيد الأسواق المالية العربية فقد ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق عام ٢٠١٩ عن مستواها المحقق عام ٢٠١٨، إذ بلغت ٣.٢ ترليون دولار أي بارتفاع بنسبة ٢٦٦% وقد شكلت القيمة السوقية للسوق المالية السعودية (تداول) نحو ٧٦% من مجمل القيمة السوقية للأسواق المالية العربية مجتمعة. وقد جاء الارتفاع بالقيمة السوقية للأسواق المالية العربية لهذا العام بالدرجة الأولى نتيجة لارتفاع القيمة السوقية للسوق المالية السعودية (تداول) والتي ارتفعت بنسبة فاقت الـ ٣٧٥% وذلك بسبب إدراج شركة أرامكو السعودية خلال عام ٢٠١٩. بما يعني وجود درجة عالية من التركيز يتسم بها سوق الأوراق المالية العربية. وكلما ارتفعت درجة التركيز في السوق كلما دل ذلك على انخفاض درجة تطورها لأن هذا معناه ارتفاع درجة سيطرة وتحكم عدد قليل من الدول أسعار السوق ككل والعكس صحيح (صندوق النقد العربي، المرجع السابق، ص ١٥٩).

وفي عام ٢٠٢٠، وعلى ضوء تفشي جائحة كوفيد ١٩، فقد خسرت البورصات العربية - ١٥ سوقا مجتمعة- أكثر من ٤٧٠ مليار دولار من القيمة السوقية لأسهمها منذ بدء انتشار وتفشي فيروس كورونا في مطلع عام ٢٠٢٠ وحتى منتصف شهر مايو من العام المذكور، لتسجل قيمة سوقية إجمالية قدرها ٢.٦٨٤ ترليون دولار في منتصف مايو ٢٠٢٠ مقارنة مع ٣.١٥٥ ترليون دولار في مطلع ٢٠٢٠. والجدول التالي يلخص تطور المؤشر المركب لأسواق الأوراق المالية العربية الصادر عن صندوق النقد العربي.

جدول (٢) المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في الفترة (٢٠٠٧-٢٠٢٠)

السنوات	MSCI المؤشر المركب لصندوق النقد العربي
٢٠٠٧	٥٢.٢٣
٢٠٠٨	٥٣.٧٥-
٢٠٠٩	٢٢.٣٦
٢٠١٠	١٩.٢٩
٢٠١١	١٠.٢٧-
٢٠١٢	٩.٤٩
٢٠١٣	٢٧.٧٢

^٦ أحمد علي، 'بورصات العرب' تفقد ٤٧٠ مليار دولار بسبب «كورونا»، جريدة المال، القاهرة، ٢٠ مايو، ٢٠٢٠، [/https://almalnews.com/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A7%D8%AA-%](https://almalnews.com/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A7%D8%AA-%)

٢٠١٤	١.٩٤
٢٠١٥	١٣.٩٦-
٢٠١٦	٩.٤٩
٢٠١٧	٤.٨٣
٢٠١٨	١٤.٦١
٢٠١٩	١٠.٢٢
٢٠٢٠	٠.٣٣-

المصدر: إعداد الباحثة إعتقاداً على التقرير السنوي لإتحاد البورصات العربية،
كما يوضح الشكل التالي القيمة السوقية لأهم الأسواق المالية العربية عام ٢٠١٩ علي سبيل المثال

شكل (٣)

المعروض النقدي بمعناه الواسع إلى إهـ

البلدان مرتفعة الدخل	البلدان منخفضة الدخل	البلدان متوسطة الدخل	العالم		
123.8	27	129.8	126.07	2019	
أمريكا اللاتينية والبلد أمريكا الشمالية	أفريقيا جنوب الصحراء	أعضاء منظمة التعاون والتنمية			
73.7	68.4	92.8	42.4	117.4	

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير السنوي، ٢٠٢٠. أما بخصوص أسعار الأسهم للشركات المدرجة لدى أسواق المال العربية، فقد شهد المؤشر المركب لأسعار الأسهم الصادر عن صندوق النقد العربي ارتفاعاً ليصل إلى ٣٥٧.٢ نقطة في نهاية عام ٢٠١٩ مقارنة مع ٣٢٤.٥ نقطة في نهاية عام ٢٠١٨ أي بارتفاع بنسبة ١٠%. وبالنسبة لحجم التداول: فإنه حقق ارتفاعاً ملحوظاً خلال عام 2019 حيث وصل إلى نحو 341 مليار دولار مقابل 235 مليار دولار للعام 2018 أي بارتفاع بنسبة 45% علماً بأن أحجام التداول لدى معظم الأسواق المالية العربية شهدت ارتفاعاً واضحاً خلال عام 2019 وخاصة السوق المالية السعودية (تداول) التي شهدت ارتفاعاً في أحجام التداول وصل إلى نحو

27.6 % ويشكل نحو 64.8 من حجم التداول الكلي للأسواق المالية العربية (اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، (٢٠١٩، ص ١٢).

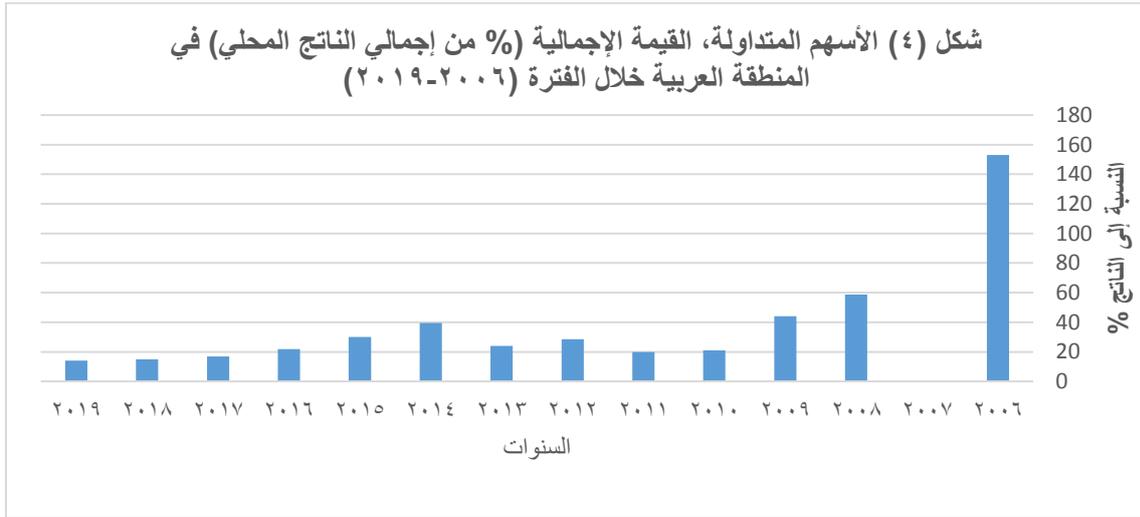
جدول رقم (٣) مؤشرات الأداء الكلي لبورصات الأوراق المالية العربية مجتمعة خلال الفترة (٢٠١٩-٢٠٠٥)

المؤشر المركب	أحجام التداول مليار دولار أمريكي	القيمة السوقية (تريليون - دولار أمريكي)	السنوات
		١.٣	٢٠٠٧
١٧٠.٢	٩٩٧	٠.٧٧	٢٠٠٨
٢٧٢.٧	٥٦٧	٠.٨	٢٠٠٩
٢٩٢.٢	٣٤٩	١	٢٠١٠
٢٥٧.٦	٣٨٠	٠.٩	٢٠١١
٢٦١.٩	٥٨٦	٠.٩	٢٠١٢
٣١٠.٧	٤٨٣	١.١	٢٠١٣
٢٦٥.٧	٨٠١	١.٢	٢٠١٤
٢٢٢.٧	٥٤١	١.١	٢٠١٥
٣٠٤.٤	٣٥٩	١.١	٢٠١٦
٣٢١.٥	٢٦٨	١.١	٢٠١٧
٣٢٤.٥	٢٣٥	١.٢	٢٠١٨
٣٥٧.٢	٣٤١	٣.٢	٢٠١٩

المصدر: إعداد الباحثة إعتقاداً على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

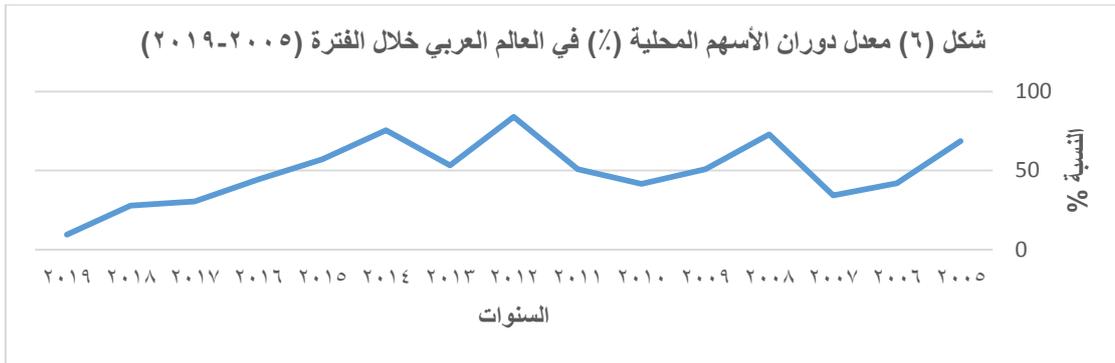
وفيما يلي يمكن رصد مؤشرات الأداء الكلي لبورصات الأوراق المالية العربية :

أ- إجمالي قيمة الأسهم المتداولة إلى الناتج: يوضح الشكل رقم (٤)، تراجع نسبة الأسهم المتداولة في المنطقة العربية من ١٥٣.١% في عام ٢٠٠٦ إلى ١٤% عام ٢٠١٩.



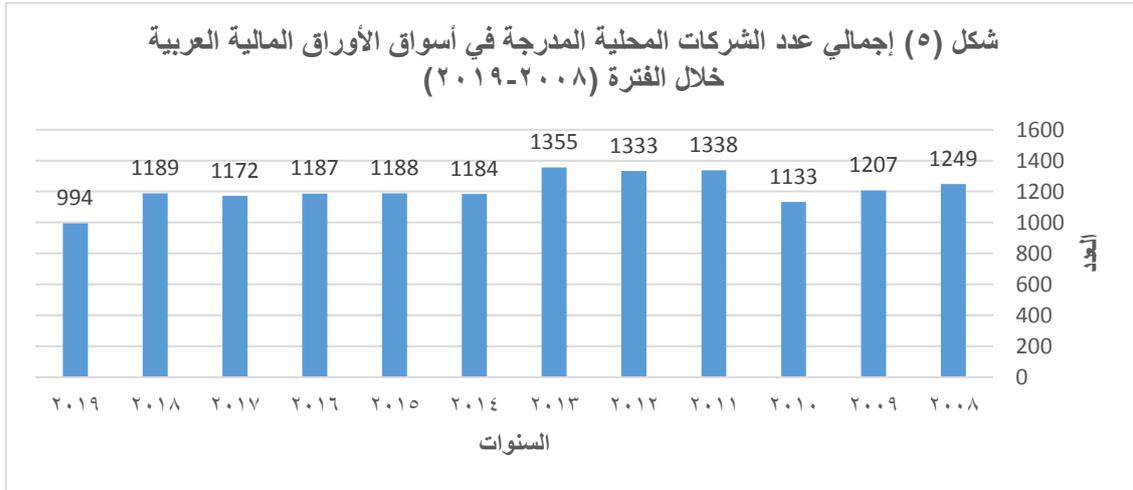
المصدر: إعداد الباحثة إعتقادا على قاعدة بيانات البنك الدولي.

ب- معدل دوران الأسهم المحلية (%):^٧ يشير الشكل رقم (٥)، إلى حالة من التذبذب لمعدل دوران الأسهم المحلية في العالم العربي حيث تراجع إلى ٣٤.٣% ٢٠٠٧ بعد ان كان ٦٨.٦% عام ٢٠٠٥، ثم ما لبث أن تصاعد مجددا إلى ٧٢.٩% عام ٢٠٠٨، لكنه عاود الكرة مرة أخرى هابطا إلى ٤١.٦% عام ٢٠٠٩، ومستمر على هذه الحالة عامي ٢٠١٢، التي وصل فيها إلى أعلى معدل دوران على الإطلاق خلال الفترة (٢٠١٩-٢٠٠٥)، مسجلا ٨٤.١%، قبل أن يدخل في سلسلة تنازلية خلال الفترة (٢٠١٩-٢٠١٨)، ليسجل في نهاية ٢٠١٩ عام ٩.٣% وهو أدنى معدل له على الإطلاق خلا فترة الدراسة.



المصدر: إعداد الباحثة إعتقادا على قاعدة بيانات البنك الدولي.

^٧ يتراوح مؤشر السيولة بين المستويين ٠ و ١٠٠. الاستخدام الأساسي لمؤشر السيولة هو الإشارة إلى متى يكون السوق في منطقة ذروة الشراء أو ذروة البيع.



ج- **عدد الشركات المدرجة:** بحسب بيانات البنك الدولي، تراجع إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية من ١٢٤٩ شركة عام ٢٠٠٨ إلى ٩٩٤ شركة عام ٢٠١٩. وهو ما يعني فقدانها قرابة خمس عددها الإجمالي فقط خلال ما يزيد قليلاً على عقد من الزمان.

د- **مؤشر درجة السيولة** ويوضح هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة وفي وقت قصير، أو هي القدرة على دخول السوق والخروج منه بسهولة) سهولة البيع والشراء (بأسعار مناسبة ومعروفة مسبقاً. ويقصد بالسيولة أيضاً درجة السهولة التي يمكن أن يتحول بها أي أصل مالي إلى نقود في أقل وقت ممكن وبأقل تكلفة ممكنة. وتؤدي السيولة إلى التقليل من خطورة الاستثمار المالي طويل الأجل، بسبب قدرة المستثمرين على تغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة. أما الأسواق التي تفتقر للسيولة فتواجه حذراً وتردداً من المستثمرين لعدم إمكانية خروجهم من السوق في الوقت الذي يرغبونه.

٣- **تطورات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أسواق الأوراق المالية العربية خلال فترة الدراسة:**

واصلت الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق العربية تراجعها خلال عام ٢٠٠٩ منذ التراجع الذي سجلته في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ حيث نشوء الأزمة. وقد شهدت تدفقات الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية تزايداً ملحوظاً في الفترة التي سبقت الأزمة. كما شهدت الاستثمارات الأجنبية غير في الأسواق العربية تحسناً بصورة عامة في عام ٢٠١٠، وبوجه خاص خلال الربع الأخير منه. غير أن المحصلة الكلية كان رصيد معاملات

بيع الأجانب أكثر قليلا من مشترياتهم خلال عام ٢٠١٠، لتسجل هذه الاستثمارات تدفقا صافيا سالبا وإنما أقل من مثيله في العام الذي سبقه وهو ٢٠٠٩. هذا وتظهر البيانات خروج الاستثمار الأجنبي (صافي تدفق سالب) من أسواق أبو ظبي والكويت والبحرين). وفي المقابل، سجل الاستثمار الأجنبي تدفقا موجبا إلى أسواق الأوراق المالية في كل من مصر ودبي وقطر (صندوق النقد العربي، ٢٠٢٠، ص ١٥٨).

وفي عام ٢٠١١، سجل الاستثمار الأجنبي لمجموع البورصات العربية خلال عام ٢٠١١ صافي تدفق سالب (صافي بيع)، حيث تجاوزت مبيعات الأجانب - بما فيهم العرب - مشترياتهم في هذه البورصات. وقد بلغ إجمالي مشتريات الأجانب في البورصات العربية ٣١,٨١٠ مليون دولار في عام ٢٠١١ أي ما نسبته ٨.١% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام نفسه، في حين بلغت مبيعاتهم حوالي ٣٣,٧٤٥ مليون دولار أي ما نسبته ٨.٦% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. لتكون بذلك حصيلة الاستثمار الأجنبي لمجموع البورصات العربية صافي بيع بقيمة حوالي ١٩٣٤ مليون دولار لعام ٢٠١١. وبالمحصلة بلغت قيمة تداولات الأجانب ما نسبته ٨.٣ من إجمالي قيمة التداول لمجموع الأسواق العربية خلال العام ذاته.

وفي عام ٢٠١٢، أيضا، سجل الاستثمار الأجنبي غير المباشر لمجموع البورصات العربية ككل خلال عام ٢٠١٢ صافي تدفق سالب (صافي بيع) ولكن بشكل طفيف. حيث تجاوزت أحجام مبيعات الأجانب بما فيهم العرب، أحجام مشترياتهم في هذه البورصات. فقد بلغ إجمالي مشتريات الأجانب في البورصات العربية خلال هذا العام ٣٦٨٤١ مليون دولار أي ما نسبته ٥.٩٠% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، في حين بلغت مبيعاتهم ٣٦٩١٣ مليون دولار أي ما نسبته ٥.٩١% من ذلك الإجمالي، ولتكون بذلك حصيلة الاستثمار الأجنبي لمجموع البورصات العربية، صافي بيع بنحو ٧٢.٠ مليون دولار فقط عن عام ٢٠١٢.

ويعكس ذلك تطوراً كبيراً في تراجع حدة خروج الاستثمار الأجنبي، فقد سجل صافي الاستثمار الأجنبي عن العام الماضي ٢٠١١ صافي تدفق سالب بنحو ١٩٤٣ مليون دولار. حيث شهد الربعين الأول والثاني من العام الحالي استمراراً لخروج المستثمر الأجنبي من البورصات العربية. وقد عرف الربع الثاني أقوى خروج للمستثمر الأجنبي بصافي بيع تجاوز ٥٨٥ مليون دولار، وذلك نتيجة لحالة عدم الاستقرار التي كانت سائدة في عدد من الدول العربية.

أما في الربع الثالث ٢٠١٢، فقد شهد عودة قوية للمستثمر الأجنبي وخاصة في السوق المالية للإمارات (دبي وأبو ظبي) ، وتسجل تعاملات الأجنبي لمجموع البورصات العربية، صافي شراء عن هذا الربع بنحو ٧٤٩ مليون دولار، وفي الربع الرابع عاود المستثمر الأجنبي الخروج من البورصات العربية، ولكن بحدّة أقل. هذا وقد عرفت بعض البورصات العربية صافي بيع للإستثمار الأجنبي خلال العام بنسب طفيفة باستثناء بورصتي قطر ومصر، والتي كانت محصلة الإستثمار الأجنبي فيهما صافي بيع بنحو ٧٠٧ و ٣٢٨ مليون دولار (صندوق النقد العربي، ٢٠١٢، ص ١٥٢).

وعلى النقيض، ففي عام ٢٠١٣، سجل الإستثمار الأجنبي لمجموع البورصات العربية صافي تدفق موجب (صافي شراء)، وذلك لأول مرة منذ ست سنوات. فقد تجاوزت أحجام مشتريات الأجنبي (بما فيهم العرب) في البورصات العربية خلال عام ٢٠١٣، حوالي ٦١٣٦٥ مليون دولار، أي ما نسبته ١١.٥% من إجمالي الأسهم المتداولة في نفس العام. ويشكل ذلك زيادة ملحوظة في مشتريات الأجنبي بلغت ٢٥٥٢٤ مليون دولار عن مشترياتهم في هذه الروصات خلال عام ٢٠١٢، والبالغة نحو ٣٦٨٤١ مليون دولار. وفي المقابل، بلغت مبيعات الأجنبي في البورصات العربي مجتمعة خلال عام ٢٠١٣، حوالي ٥٨٢٨٦ مليون دولار، أي ما نسبته ١٠.٩% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة.

ويشكل ذلك زيادة في مبيعات الأجنبي بنحو ٢١٣٧٣ مليون دولار عن إجمالي مبيعاتهم في البورصات من الأسهم العربية خلال عام ٢٠١٢، والبالغة نحو ٣٦٩١٣ مليون دولار. وفي المتوسط وصلت حصة تعاملات الأجنبي في هذه البورصات نحو ١١.٢% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٣ مقابل حصة بلغت ٨.١% من قيمة الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٢.^٨

وفيما يخص عام ٢٠١٤، لوحظ التحسن الكبير الذي شهدته تعاملات الإستثمار الأجنبي لمجموع البورصات العربية خلال العام ، حيث بلغ إجمالي قيمة مشتريات الأجنبي في عام ٢٠١٤، ما يقارب ١٠٨ مليار دولار، أي ما نسبته ١٢.٩% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. ويشكل ذلك زيادة في قيمة مشتريات الأجنبي بحوالي ٤٦.٦ مليار دولار عم قيمة مشترياتهم عام ٢٠١٣، والبالغة ٦١.٤ مليار دولار. في المقابل، بلغت إجمالي قيمة مبيعات

^٨ هذا وقد إشمّل التدفق الموجب (صافي الشراء) للإستثمار الأجنبي المباشر خلال عام ٢٠١٣ جميع البورصات العربية التي يسمح للأجنبي بالتداول فيها، باستثناء سوق البحرين وبورصة تونس والبورصة المصرية، والتي سجلت صافي شراء سالب لتعاملات الأجنبي، حيث تواصل إنسحاب المستثمرين من البورصة المصرية خلال عام ٢٠١٣، حيث سجل صافي تعاملاتهم عن العام المذكور صافي بيع ٢٩٩ مليون دولار مقارنة مع صافي بيع نحو ٤٦٣ و ٤٥٢ مليون دولار.

الأجانب في البورصات العربية مجتمعة خلال عام ٢٠١٤ ما قيمته ١٠٣.٦ مليار دولار، أي ما نسبته ١٢.٤% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال نفس العام. وبشكل ذلك زيادة في مبيعات الأجانب بنحو ٤٣.٣ مليار دولار عن إجمالي مبيعاتهم في البورصة من الأسهم العربية خلال عام ٢٠١٣، والبالغة نحو ٥٨.٣ مليار دولار.

وفي المتوسط بلغت نسبة تعاملات الأجانب في هذه البورصات العربية نحو ١٢.٧% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٤، مقابل ما نسبته ١١.٢% عان عام ٢٠١٣. وبالتالي، فقد حققت تعاملات الأجانب في البورصات العربية لعام ٢٠١٤، صافي موجب (صافي شراء) للعام الثاني على التوالي. فقد تجاوزت أحجام الشراء للأجانب (بما فيهم العرب) أحجام البيع، وسجل صافي الشراء تدفق موجب قدره ٤.٤ مليار دولار، لتحقيق بذلك زيادة بنحو ٤٣% (صندوق النقد العربي، ٢٠١٥، ص ١٥٣).

وفي عام ٢٠١٥، حدث تراجع في قيمتي الشراء والبيع وانخفضت تعاملات الأجانب سواء في عملية الشراء أو البيع، من حيث القيمة أو الحصيلة. فقد بلغ إجمالي قيمة مشتريات الأجانب في البورصات العربية مجتمعة عان عام ٢٠١٥ حوالي ٦٢.٤ مليار دولار، أي نحو ١٠.٦% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال نفس الفترة. ويشك ذلك تراجع ملحوظ في قيمة مشتريات الأجانب بحوالي ٤٣ مليار دولار عن قيمة مشترياتهم في هذه البورصات خلال عام ٢٠١٤، والبالغة ١٠٥.٣ مليار دولار. في الإتجاه المقابل، سجلت قيمة المبيعات ٦١.٦ مليار دولار عام ٢٠١٥، بعد أن كانت ١٠٠.٦ مليار دولار عام ٢٠١٤ (صندوق النقد العربي، ٢٠١٤).

ويعزى ذلك إلى حالة عدم الاستقرار الذي شهدته تعاملات المستثمر الأجنبي في الأسواق العالمية والناشئة، وبشكل خاص التراجع الحاد في بورصات اليونان والصين، إلى جانب تزايد المخاوف لدى المستثمر الاجنبي من تباطؤ معدلات النمو في الاقتصادات العربية نتيجة التاجع الحاد في أسعار النفط (صندوق النقد العربي، ٢٠١٩، ص ١٤٩).

وقد ساهم التحسن النسبي في الأوضاع الجيوسياسية في عدد من الدول العربية، والارتفاع في متوسط أسعار النفط العالمية، إلى جانب تحسن معدلات النمو في معظم الاقتصادات العربية مقارنة مع عام ٢٠١٧، في التأثير الإيجابي على تعاملات المستثمرين الأجانب في الأسواق المالية العربية خلال عام ٢٠١٨. فقد إرتفعت قيمة تعاملات المستثمر الأجنبي للشراء وتزايدت إلى ٤٩.٣ مليار دولار مقارنة مع ٤١.٣ مليار دولار. أي ما نسبته ١٥.٢% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. في المقابل، وفي نفس الإتجاه، تزايدت قيمة عمليات البيع من

٤٣.١ مليار دولار عام ٢٠١٧ إلى ٤٥.٧ مليار دولار عام ٢٠١٨، أي ما نسبته ١٤.١% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام ٢٠١٨. بما يعني أنه في المتوسط بلغت نسبة تعاملات الأجانب في البورصات العربية نحو ١٧.٧% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٨، مقابل ما نسبته ١٠.٨ و ١٢.٦% عن عامي ٢٠١٦ و ٢٠١٧ على الترتيب. لتسجل في النهاية صافي موجب (صاف شراء) قدره ٣.٥ مليار دولار. وهو ما يخالف الإتجاه السلبي الذي عرفته عام ٢٠١٧ (صندوق النقد العربي، ٢٠٢٠، ص ١٤٩).

جدول رقم (٤) قيمة وصافي عمليات الشراء والبيع للمستثمرين الأجانب في البورصات العربية
مجتمعة خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٩)

السنوات	الشراء	البيع	الصافي
٢٠١١	٣١.٨١٠	٣٣.٧٥٧	-١.٩٣٤
٢٠١٢	٣٦.٨٣١	٣٦.٩١٩	-٨٨
٢٠١٣	٦١.٣٦٥	٥٨.٢٨٦	٣.٠٧٩
٢٠١٤	١٠٥.٢٧٩	١٠٠.٦٣١	٤.٦٤٨
٢٠١٥	٦٢.٣٨٧	٦١.٦٣٧	٧٥٠
٢٠١٦	٤٦.١٨٩	٤٤.٧٠٨	١.٤٨١
٢٠١٧	٤١.٣٤١	٤٣.٠٥٩	-١.٧٨١
٢٠١٨	٤٩.٢٧٢	٤٥.٧٣٠	٣٥٤٢
٢٠١٩	١٠١.٧٠٤	٧٣.١٠٠	٢٨.٦٠٤

المصدر: إعداد الباحثة إعتقاداً على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

وفي ذات السياق، جاء عام ٢٠١٩، ساهم أيضاً التسخن النسبي في الأوضاع الجيوسياسية في عدد من الدول العربية، والانخفاض المتتالي لأسعار الفائدة العالمية، وترقية عدد من الأسواق المالية العربية إلى الأسواق الناشئة، إلى جانب الطروحات الأولية لعدد من الشركات الكبيرة في التأثير الإيجابي على تعاملات المستثمرين الأجانب في الأسواق المالية العربية لعام ٢٠١٩. وقد بلغ إجمالي قيمة مشتريات الأجانب في البورصات العربية مجتمعة عن عام ٢٠١٩ حوالي ١٠١.٧ مليار دولار، أي ما يقارب ٢٨.٢% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال ٢٠١٩. وبشكل ذلك تحسناً في قيمة المشتريات بنحو 54.4 مليار دولار بالمقارنة مع قيمة هذه المشتريات عن العام الماضي البالغة 49.3 مليار دولار.

في المقابل، بلغت اجمالي قيمة مبيعات الأجنب في البورصات العربية مجتمعة خلال عام 2019 حوالي 73.1 مليار دولار، أي ما نسبته 20.3% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال نفس العام. ويشكل ذلك تحسناً في قيمة مبيعات الأجنب بنحو 27.4 مليار دولار عن إجمالي مبيعاتهم في البورصات من الأسهم العربية خلال عام ٢٠١٨، والبالغة نحو 45.7 مليار دولار.

وفي المتوسط، بلغت نسبة تعاملات الأجنب في البورصات العربية نحو 24.3% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٩. مقابل ما نسبته ١٢.٦ و ١٤.٧% عن عامي ٢٠١٧ و ٢٠١٨ على الترتيب. في نفس السياق، حققت صافي تعاملات الاجانب في البورصات العربية للعام 2019 صافي تدفق موجب (صافي شراء)، وذلك للعام الثاني على التوالي. وهو أعلى صافي موجب على الإطلاق والذي بلغ حيث سجلت صافي تعاملات الأجنب المشتريات ناقص المبيعات، صافي تدفق موجب كبير بلغ ٢٨٦٠٤ مليون دولار، وذلك لمجموع البورصات العربية عن عام ٢٠١٩ بالمقارنة مع صافي تدفق موجب أيضاً بنحو ٣٥٤٢ مليون دولار عن عام ٢٠١٨ (صندوق النقد العربي، ٢٠٢٠، ص ١٥٧).

وحتى مارس ٢٠٢١، فقد بلغ عدد الشركات المدرجة في اتحاد البورصات العربية ١٥٧٣، وقد بلغ عدد أعضاء اتحاد البورصات العربية ١٧ بورصة عربية. وتصل القيمة السوقية إلى ٣.٣٨ تريليون دولار أمريكي، وتبلغ إجمالي قيمة التداول ٢.٤ مليار دولار، فيما تصل قيمة المشتقات المتداولة إلى ١٣.٧ مليار دولار. الأمر الذي يؤكد على أهمية ودور البورصات العربية في الوقت الراهن ويعزز من دورها التمويلي والتموي في المنطقة العربية التي تشهد دوماً عديد من الأحداث التي تتسم بالتسارع والتنوع أيضاً. ورغم التطور الكبير في أسواق الأوراق المالية العربية، لازالت تواجه تحديات تتعلق بسيولة البورصات، حيث تعاني من شح السيولة في فترات الإنخفاض والتذبذب الأفقي (موقع اتحاد البورصات العربية، ٢٠٢٢).

كما توجد بعض التحديات الأخرى كحركة دوران الأسهم محدودة بعض الشيء، والتأثر بشكل كبير بأسعار النفط، حيث إن أسباب إنخفاض السيولة في البورصات العربية بمعظمها تعود إلى غياب إمكانية البيع على المكشوف، وتأجر وإستئجار الأسهم، غياب المشتقات ونقص كبير في صناعة السوق (خلف، ٢٠١٧). وتواجه أسواق الأوراق المالية عدد من التحديات التي تعتور أدائها، تارة بفعل تحديات داخلية وأخرى خارجية. وتحد من قدرتها على جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر. علاوة على ذلك، بينما كان مستوى تطور الأسواق

المالية في المنطقة العربية مماثلاً لمستوى المناطق الناشئة الأخرى في أوائل الثمانينيات، اتسعت الفجوة في العقود التالية (OECD, 2008. P9).

وإضافة لما تقدم، يمكن عرض عدد من التحديات الأخرى، أهمها ما يلي:

١- تراجع معدل الادخار وضعف معدل دوران السيولة، حيث تدني معدلات الإيداع في العالم العربي التي لا تتجاوز ٢٦% من إجمالي الناتج عام ٢٠١٩. كما أن ضعف معدل دوران الأسهم يشكل تحدياً آخر، حيث لم يتجاوز ١٠% من القيمة السوقية للأدوات المالية المدرجة في العام ٢٠١٩ علي سبيل المثال، بينما تصل هذه النسبة إلى ١٠٠% في الأسواق المتقدمة.

٢- نقص السيولة: إن شح السيولة يفرض تحديات قوية على المنطقة العربية، حيث أن إنكماش الودائع الحكومية سوف يؤدي إلى المزيد من الاستقطاعات في مخصصات تمويل مشاريع البنية التحتية لموازنة الإنفاق مع الدخل، وهو ما سوف يترك آثاراً اقتصادية سلبية على المدى القصير (إتحاد البورصات العربية، بدون تاريخ).

٣- ارتفاع مستويات الفساد: فقد سجلت الدول العربية نسبة ٣٤ من ١٠٠ في مؤشر الفساد لعام ٢٠٢٠. الأمر الذي يعني أن المنطقة العربية تواجه تحديات مختلفة حسب الوضع في كل دولة، لكنها تعاني جميعها من قضايا تتعلق بنزاهة الحكم والحاجة إلى إنشاء أنظمة فعالة وشفافة تضمن المساءلة (Transparency International, 2020).

٤- ضعف التوجه لدى الشركات العائلية للتحويل إلى شركات مساهمة عامة رغم جهود السوق المبذولة في هذا المجال، إلى جانب تواضع عدد وحجم الاكتتابات الأولية، والسياسة الاستثمارية لصناديق التقاعد والتأمينات الاجتماعية القائمة على الاحتفاظ باستثماراتها لفترة طويلة وعدم تدويرها للاستفادة من حركة المؤشر مما ينعكس سلباً على سيولة السوق وإحجام التداول، منبهاً إلى أن حجم الاستثمار المؤسسي في السوق يبلغ ٨٢%، إضافة إلى قلة تنوع الأدوات الاستثمارية والتأثر بأوضاع الأسواق المالية الإقليمية والعالمية، مع تواضع دور شركات الوساطة للنهوض بأداء السوق نتيجة لضعف رؤوس أموال معظمها، وعدم وجود استراتيجية واضحة لديها لرفع ثقافة الاستثمار (صندوق النقد العربي، مرجع سابق).

٥- غياب أو ضعف التكامل الاقتصادي والمالي العربي: تعد أحد أهم نقاط التحدي التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية تتمثل في غياب و/ أو ضعف التكامل الاقتصادي والمالي في المنطقة العربية، وهو ما يورق صانعي السياسات، إستناداً إلى أن التكامل الاقتصادي

العربي أمر حاسم لحماية الاقتصادات العربية بشكل أكثر فعالية من الآثار السلبية لمزيد من الديون والأزمات المالية ومواجهة تحديات العولمة.

٦- ضعف مستوى التوعية الاستثمارية في البورصات العربية: حيث إن عدد وحجم الاكتتابات الأولية الجديدة والثقافة الاستثمارية لدى من يملكون أموالاً ويبحثون عن طريق استثمارها ضئيل للغاية.

وحول التحديات الخارجية التي تهدد أسواق الأوراق المالية العربية وقدرتها على جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، فإنها أصبحت تتأثر وتتوثر في ظل العولمة التي أدت إلى حدوث تداخلات في أداء الأسواق المالية، فعندما يسود انحسار وتراجع في الأسواق الأمريكية والأوروبية ينعكس بسرعة على أداء الأسواق المالية الآسيوية، وإن هذا الترابط أدى إلى حصول انفصام بين أداء الأسواق المالية والأداء الاقتصادي للبلدان التي تمارس الأسواق أنشطتها فيها. ما بدا واضحاً في الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨ التي نتج عنها تراجعاً في أسواق الأوراق المالية العربية، حيث تراجعت البورصات العربية بشكل لم يكن له ما يبرره على المستوى المحلي، وإنما انعكاساً لما شهده الاقتصاد العالمي.

كذلك فالأوضاع السياسية، التي تعد أحد أكبر التحديات التي تعانيها المنطقة العربية، وتؤثر بالسلب في أداء أسواق المنطقة والعكس صحيح، إضافة إلى العوامل الهيكلية التي تتضمن القوانين والأنظمة الحاكمة لأداء السوق ومدى كفاءة التكنولوجيا المستخدمة في ضبط ومراقبة عمليات التداول، وكفاءة وخبرة الموظفين العاملين في قطاع رأس المال.

ومما يؤكد ذلك ما بينته نتائج دراسة (Alanoud et al, 2020) - التي بحثت تأثير التوترات السياسية على سوق الأوراق المالية الخليجية باستخدام نموذج (1,1) GARCH- إلى أن أزمة يونيو ٢٠١٧ قد خفضت عائدات سوق الأسهم وأدت عموماً إلى زيادة التقلبات غير المباشرة داخل المنطقة. ويدعم هذا الدليل الحاجة إلى مزيد من التكامل المالي ويقترح فرصاً أقل لتنويع المحفظة للمستثمرين في منطقة مجلس التعاون الخليج

النتائج

هدفت الدراسة الحالية إلى التعرف على نشأة أسواق الأوراق المالية العربية وأهم خصائصها وتحليل واقع وتطورات الأداء الكلي للإستثمار الأجنبي غير المباشر فيها خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٠). وباستخدام المنهج الاستقرائي متمثلاً في أداة التحليل الوصفي، تبين ما يلي:

- ١- وجود تاريخ طويل لبعض البورصات العربية من حيث النشأة يمتد إلى قرن من الزمان كبورصتي القاهرة والأسكندرية، بينما توجد بورصات أخرى في منطقة الخليج العربي لم تكمل عقدها الأول بعد.
- ٢- وجود تطور كبير في النظر إلى أسواق الأوراق المالية كوسيلة فعالة لها دور في دعم وتمويل أهداف التنمية الاقتصادية في المنطقة العربية.
- ٣- توجد مجموعة من الخصائص التي تتسم بها أسواق الأوراق المالية العربية، أهمها، إتباع نهج تنموي إصلاحي واحد ينطلق من وصايا ومشروطيات صندوق النقد الدولي، التطور اللامحدود في العقدين الأخيرين لتنمية أسواق الأوراق المالية من ناحية الكفاءة والشفافية، صغر حجم أسواق الأوراق المالية العربية فرادى، تراجع نسب العمق المالي وتزايد عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية في المنطقة.
- ٤- أخذت قيمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر ممثلة في صافي استثمارات الحافظة خلال الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠٢٠ في التقلب الحاد بين عام وآخر في المنطقة العربية، وذلك على ضوء تواجد عدد من التحديات أهمها، عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، تراجع معدل الإدخار وضعف معدل دوران الأسهم، نقص السيولة وإرتفاع مستويات الفساد، ضعف التوجه لدى الشركات العائلية للتحويل إلى شركات مساهمة عامة، غياب أو ضعف التكامل الاقتصادي والمالي العربي، ضعف مستوى التوعية الاستثمارية في البورصات العربية.

قائمة المراجع

- ١- اتحاد البورصات العربية. (٠). أزمة سيولة وضعف في النمو، ورقة عمل، العدد ٤٣٥. متاح على الرابط التالي <https://uabonline.org/ar/%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9-%D>
- ٢- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، (٢٠١٩)، التقرير السنوي الرابع عشر، بيروت.
- ٣- صندوق النقد الدولي. (٢٠١٩). آفاق الاقتصاد الإقليمي لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان. أكتوبر.
- <https://www.imf.org/ar/Publications/REO/MECA/Issues/2019/10/19/reo-menap-cca-1019>
- ٤- صندوق النقد الدولي. (٢٠٢٠). تقرير الاستقرار المالي العالمي: جسر نحو التعافي، أكتوبر. <https://www.imf.org/ar/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>
- ٥- صندوق النقد العربي. (٢٠٠٢). التقرير الاقتصادي العربي الموحد. أبو ظبي.

- ٦- صندوق النقد العربي. (٢٠١٩). التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٨. أبو ظبي.
- ٧- صندوق النقد العربي. (٢٠٠٤). التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠٠٣، أبو ظبي.
- ٨- صندوق النقد العربي. (٢٠٠٧). التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠٠٦، أبو ظبي.
- ٩- صندوق النقد العربي. (٢٠١١). التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٠، أبو ظبي.
- ١٠- صندوق النقد العربي. (٢٠١٢). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي.
- ١١- صندوق النقد العربي. (٢٠١٥). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٥. أبو ظبي.
- ١٢- صندوق النقد العربي. (٢٠١٩). التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٨، أبو ظبي.
- ١٣- صندوق النقد العربي. (٢٠٢٠). التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٩، أبو ظبي.
- ١٤- صندوق النقد العربي، (٢٠٢٠)، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٩. أبو ظبي.
- ١٥- علي، أحمد. (٢٠٢٠). بورصات العرب تفقد ٤٧٠ مليار دولار بسبب «كورونا»، جريدة المال، القاهرة، ٢٠ مايو.

<https://almalnews.com/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A7%D8%A/A-%>

- ١٦- فادي خلف، فادي. (٢٠١٧). الإستثمار في الأسواق العربية: هيكلية البورصة، التحديات، الفرص، الإتجاهات، إتحاد البورصات العربية، فبراير.
- ١٧- فادي خلف، فادي. (٢٠١٧). الإستثمار في الأسواق العربية: هيكلية البورصة، التحديات، الفرص، الإتجاهات، إتحاد البورصات العربية، فبراير.
- ١٨- فادي خلف، فادي. (٢٠١٨). هل نحن جاهزون لجذب الإستثمار الأجنبي. إتحاد البورصات العربية.

<https://arab-exchanges.org/wp-content/uploads/2020/07/Overview-Q2-Arabic-2018.pdf>

- ١٩- قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي حول استثمارات الحافطة يمكن الرجوع إلى الرابط التالي
https://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363&fbclid=IwAR2lRCukW2iW_V9tt6x8IV942yk4x-BeBBQ5aUAG_vKXGNVashXhYGLBC0

- ٢٠- موقع اتحاد البورصات العربية <https://arab-exchanges.org/ar>
- ٢١- الموقع الرسمي لبورصة الدوحة <https://www.qe.com.qa/ar/historical-background>
- ٢٢- الموقع الرسمي لسوق أبو ظبي <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutADX/default.aspx>

- ٢٣- الموقع الرسمي للبورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/History.aspx>
- 24- Alanoud Al-Maadid et al.(2020), Political tension and stock markets in the Arabian Peninsula, John Wiley & Sons, First published: 03 January, <https://doi.org/10.1002/ijfe.1810>.

- 25- Assaf, A,(2006).Extreme Observations in the MENA Stock Markets and Their Implication for VaR measures, Topics in Middle Eastern and African Economies, Vol. 8, September.
- 26- Benner M. (2020) Economic Challenges in Arab Economies. In: A New Arab Social Contract?. Economic Geography. Springer, Cham.
https://doi.org/10.1007/978-3-030-19270-9_2.
- 27- CORRUPTION PERCEPTIONS INDEX,2020,
<https://www.transparency.org/en/cpi/2020/index/nzl>.
- 28- Khalaf, Fadi.(2017). Doing business in the Arab region: Market structure, challenges, opportunities, The WFE Focus Team, February, 2017,
<https://focus.world-exchanges.org/articles/doing-business-arab-region-market-structure-challenges-opportunities>.
- 29- Noland M, Pack H.(2007) The Arab economies in a changing world. Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- 30- OECD. (2008). CHALLENGES FOR REFORM OF FINANCIAL MARKETS IN MENA COUNTRIESMENA – OECD INVESTMENT ROGRAMME, Working Group 4.2008, P9.
- 31- Onour, I., (2009). “Volatility Transmission Across GCC Stock Markets” Journal of Development and Economic Policy.Vol. 11, No.1, January, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2180455>.
- 32- Razin, Assaf (2002), ”FDI Contribution to Capital Flows and Investment in Capacity,” NBER Working Paper No. W9204, (September)
- 33- World Bank.(2014). Jobs or privileges: unleashing the employment potential of the Middle East and North Africa. The World Bank, Washington, DC. <http://www-wds.worldbank.org>.

The Reality and Trends of the Overall Performance of Indirect Foreign Investment in the Arab Stock Markets: An Analytical Study

Abstract

The current study aimed to identify the emergence of Arab stock markets, their most important characteristics and challenges, and to analyze the reality and developments of the overall performance of indirect foreign investment in them during the period (2005-2020). Given certain characteristics, some of which are favorable, such as: adhering to a reform-developmental approach in Arab stock markets, it was demonstrated using the inductive approach (represented by the descriptive analysis tool) that there is a significant development in the financing role of Arab stock markets as an effective means of supporting and financing economic development goals in the Arab region. There are now more businesses registered on Arab stock exchanges. The tiny size of the Arab stock markets, the fall in financial depth ratios, and the lack of transparency and disclosure are only a few of the other unfavorable factors. The study also revealed that the value of indirect foreign investment, as measured by net portfolio investments, fluctuated significantly from one year to the next in the Arab region due to a number of issues, the most significant of which are: high levels of corruption, weak family business tendencies to become publicly held companies, low savings rates, weak stock turnover rates and lack of liquidity. High levels of corruption, a poor inclination for family firms to become publicly traded enterprises, a lack of or a lackluster degree of Arab economic and financial integration, and a low level of investor awareness on Arab stock exchanges are all factors.

Keywords: stock market, indirect foreign investment, financial depth, savings, liquidity, Arab countries.