

**ملخص وقائع ورشة عمل حول
"أسواق الأوراق المالية العربية: الاتجاهات الحديثة والأداء"
(الكويت: 15-16 مارس 1999)**

رياض دھال

**ملخص وقائع ورشة عمل حول
"أسواق الأوراق المالية العربية: الاتجاهات الحديثة والأداء"
(الكويت: 15-16 مارس 1999)**

رياض دهايل*

إنطلاقاً من إهتمامه بموضوع الأسواق المالية بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، نظم المعهد العربي للتخطيط ورشة عمل حول "أسواق الأوراق المالية العربية: الاتجاهات الحديثة والأداء" خلال الفترة من 15 إلى 16 مارس 1999 بمقره في دولة الكويت.

يقوم سوق الأوراق المالية بعدد من الأدوار المهمة في الاقتصاد. كوسيط مالي، يمكن الشركات من الحصول على رؤوس الأموال. وفي الدول النامية التي تطبق برامج خصخصة، يعتبر بيع الأسهم في الأسواق المالية ثاني أهم طريقة للخصخصة بعد البيع المباشر. كما يساهم سوق الأوراق المالية في نمو الاقتصاد من خلال توفير تمويل للشركات التي قد تواجه صعوبات في تمويل مشاريعها من مصادر أخرى. ومن وجهة نظر المستثمرين، يمكنهم سوق الأوراق المالية من تنويع محافظ أصولهم وبالتالي تخفيض المخاطرة التي يواجهونها. ويحتل سوق الأوراق المالية أهمية خاصة من حيث أنه يقوم بدور الرقابة على الشركات المدرجة وإدارتها، حيث يعكس سعر سهم الشركة وضعها المالي وأداء القائمين على تسييرها.

تعتبر أسواق الأوراق المالية العربية حديثة بالمقارنة مع الأسواق الناشئة الأخرى. وتوجد في الوقت الحالي أسواق في الدول العربية التالية: الأردن، الإمارات، البحرين، تونس، الجزائر، السعودية، السودان، العراق، عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، مصر والمغرب. وهناك نقص كبير في البحوث والدراسات الخاصة بأسواق الأوراق المالية العربية. ومن هنا كانت هذه الورشة التي استهدفت وضع إطار لمناقشة آخر التطورات في أسواق الأوراق المالية العربية وتبادل الآراء حول عدد من القضايا المتعلقة بهذه الأسواق. وقد ناقشت الورشة ستة أوراق بحثية قام بإعدادها متخصصون في مجال أسواق الأوراق المالية العربية، ركزت خمسة منها على أسواق مصر، الأردن، الكويت، عمان وتونس، وتناولت الموضوعات التالية: الإطار القانوني للسوق، هيكل السوق وآلية التداول، آثار الإصلاحات الاقتصادية على السوق، أنواع المشاركة الأجنبية في السوق، كفاءة السوق، والربط بين السوق موضع الدراسة وبين بقية الأسواق العربية الأخرى والأسواق الأجنبية.

* منسق ورشة العمل وعضو في الهيئة العلمية للمعهد العربي للتخطيط.

أما الورقة السادسة فقد شملت أهم الأسواق المالية العربية وتناولت موضوع التقلبات في العوائد على الأسهم في هذه الأسواق مقارنة بالتقلبات في الأسواق العالمية.

وفيما يلي ملخص للأوراق المقدمة في الورشة يبرز النقاط الرئيسية التي تناولتها هذه الأوراق. ونظراً للمواضيع المشتركة التي تضمنتها خمسة من هذه الأوراق، سوف يتم أولاً استعراضها حسب السوق الذي تطرقت له كل واحدة منها ثم يتناول هذا الملخص الورقة حول التقلبات في العوائد على الأسهم.

تناولت الورقة الأولى السوق المصري للأوراق المالية وقد كانت من إعداد محمود محي الدين وماجد شوقي سوريال من وزارة الاقتصاد المصرية، بعنوان "الجوانب المؤسسية، الخصائص التوزيعية وكفاءة السوق المصري للأوراق المالية". وقد ناقشت الورقة التطورات المؤسسية للسوق المصري للأوراق المالية وأثارها على نمو السوق منذ إنشائه عام 1888 حتى

1998. وقد قسم الباحثان هذه الفترة إلى أربعة مراحل. غطت المرحلة الأولى السنوات 1888-1958، التي تميزت بنمو سريع للسوق المصري للأوراق المالية واعتماده أساساً على التغيرات في سوق القطن. كما غطت المرحلة الثانية السنوات 1959-1971، التي شهدت إجراءات التأميم وتدخل الحكومة في السوق وفرضها لعدد من القيود على آلية التعامل فيه. مما أدى بالسوق إلى حالة شبه إغلاق.

أما المرحلة الثالثة فقد شملت السنوات 1971-1992، التي بذلت فيها محاولات عديدة لإعادة إنعاش السوق ولكنها لم تفلح في ذلك. أما المرحلة الرابعة التي غطت السنوات 1993-1998، فقد شهدت تغيرات هيكلية وتنظيمية تمشياً مع النمو السريع الذي عرفه السوق، حيث أدخل نظام التداول الآلي، كما تم إنشاء شركة لتسوية المعاملات، ووضعت قوانين خاصة بالإفصاح عن المعلومات وذلك من أجل دعم الشفافية في السوق. وقد ساهمت عمليات الخصخصة التي طبقتها الحكومة في هذه المرحلة (من خلال سوق الأوراق المالية) بدرجة ملحوظة في النمو السريع الذي شهده السوق.

كما تناول الباحثان بالتحليل خصائص سلوك العوائد على الأسهم في السوق المصري للأوراق المالية خلال الفترة التي تمتد من يناير 1993 إلى سبتمبر 1998، فقاما باختبار الصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة السوق من خلال فرضية المسيرة العشوائية وذلك باستخدام بيانات يومية للمؤشر العام للسوق ومؤشر المجموعة المالية، وقد استخدمنا في ذلك نموذج $GARCH(1,1)$ مشروط على نموذج $AR(1)$. وقد خلصت نتائج هذا الاختبار إلى أن السوق المصري للأوراق المالية لا يتميز بالصيغة الضعيفة للكفاءة. ويرجع الباحثان هذه النتائج إلى عدد من الأسباب من أهمها: أن نسبة ملحوظة من الأسهم المدرجة في السوق لا يتم تداولها إلا نادراً، نقص السيولة في السوق ونقص المعلومات حول أداء الشركات. وأخيراً، تشير الورقة إلى أن السوق المصري لم يتأثر بالأزمات التي شهدتها العديد من الأسواق الناشئة في السنوات الأخيرة وذلك نظراً لضعف اندماجه في الأسواق العالمية.

أما الورقة الثانية فقد تناولت بالدرس السوق المالي الأردني وكانت من إعداد مروان الزعبي من البنك المركزي الأردني، بعنوان "سوق عمان المالي: الأداء، الاتجاهات الحديثة والتطور". وقد استهل الباحث ورقته بخلفية عن النظام المالي الأردني بوجه عام ثم تطرق إلى مختلف التطورات التي شهدتها سوق عمان المالي منذ إنشائه عام 1976، مذكراً بأن سوق عمان المالي بدأ نشاطه في مطلع عام 1978 وأنه كان يعمل كسوق للأوراق المالية وكذلك كمنظم لعمليات الشركات الأعضاء فيه، أي الشركات متعهدة الإصدار وشركات السمسرة وبيوت الاستشارات الاستثمارية. كما أشار الباحث إلى أنه ابتداءً من عام 1989، وفي إطار برامج التصحيح الهيكلي التي انطلق الأردن في تطبيقها، شهد النظام المالي تغييرات هيكلية استهدفت تحسين الكفاءة في توزيع الموارد وفي جذب الادخار. وقد شهد عام 1997 صدور القانون الجديد للأوراق المالية وتشكيل لجنة السوق للإشراف على تطبيق هذا القانون الذي دخل حيز التنفيذ في مايو 1999. وأهم ما نص عليه هذا القانون هو إنشاء سوق للأوراق المالية ووضع إطار قانوني مناسب لعمل هذا السوق.

واستعرض الباحث هيكل السوق وآلية التعامل فيه قبل أن تقدم بعض الإحصاءات حول أدائه في الآونة الأخيرة. كما تطرق إلى آثار الإصلاحات الاقتصادية على السوق بما فيها عملية الخصخصة. أما بالنسبة للمشاركة الأجنبية في سوق عمان المالي، فيلاحظ الباحث أنها مفتوحة للمستثمرين الأجانب. حيث صدق مجلس الوزراء في عام 1997 على قانون يلغي السقف المفروض سابقاً على الاستثمار الأجنبي والذي كان يشترط أن لا تزيد حصة الأجنبي عن 50% من أسهم شركات قطاعات النقل والبنوك والتأمين والاتصالات والزراعة. كما لا توجد قيود على إعادة تصدير رؤوس أموال المستثمرين الأجانب ولا ضرائب على الأرباح الرأسمالية والفوائد،

ولكن هناك فقط ضريبة على توزيعات الأرباح تساوي 10%. وفي هذا الإطار فقد أشار الباحث إلى أن المساهمة الأجنبية في سوق عمان المالي وصلت إلى أكثر من 43% في منتصف عام 1998. وأخيراً، أشار الباحث إلى أن إصلاحات النظام المالي الأردني لا تزال مستمرة، وقدم في هذا الخصوص قائمة من الإجراءات تم تطبيق البعض منها في الفترة الأخيرة وسيتم تطبيق الباقي منها في المستقبل القريب.

أما الورقة الثالثة فقد خصصت لدراسة سوق الكويت للأوراق المالية وقد أعدت من قبل نبيل اللوغاني من جامعة الكويت، وكانت بعنوان "الاتجاهات الحديثة وعدم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية: فترة ما بعد التحرير". تتكون الورقة من جزئين رئيسيين. استعرض الباحث في الجزء الأول منها، التطورات التي شهدتها سوق الكويت للأوراق المالية منذ بداية الستينات مروراً بأزمة المناخ في عام 1982 وما نتج عنها من قوانين جديدة للحيلولة دون حدوث مثل هذه الأزمات في المستقبل. وأشار الباحث إلى ما شهده عام 1988 من تغييرات مهمة في الإطار المؤسسي لسوق الكويت للأوراق المالية، مثل إدخال نظام تسوية للمعاملات يتميز بالسرعة، ورفع القيود عن مواطني دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، التي كانت تحول دون مساهمتهم في الاستثمار بالأسهم.

بعد توقف استمر أكثر من سنتين بسبب الغزو، انطلق النشاط في السوق من جديد في أواخر عام 1992. ولكن الباحث ميز فترة ما بعد التحرير بمرحلتين، المرحلة الأولى، ابتداءً من عام 1994 وحتى أواخر 1997، حيث شهد السوق نمواً ملحوظاً يرجع أساساً إلى تحسن أسعار النفط وعمليات بيع أسهم الدولة في بعض الشركات المدرجة في السوق، وذلك ضمن برنامج الخصخصة الذي بدأته الحكومة في مايو 1994. المرحلة الثانية، من أواخر 1997 حتى بداية 1998، والتي شهدت هبوطاً كبيراً في أسعار الأسهم يرجع إلى انهيار أسعار النفط والعجز في الميزانية الناتج عنه بالإضافة إلى وقف التعامل بالهامش. وقد فسر الباحث هذه التقلبات في الأسعار التي شهدتها سوق الكويت للأوراق المالية، على أنها نتيجة لعوامل اجتماعية-اقتصادية أكثر مما هي نتيجة لأداء الشركات المدرجة. كما أشار إلى أن نمو وتطور السوق لا يزال مقيداً بعدد من العوامل من أهمها عدم وجود صانعي السوق، المشاركة الأجنبية المقيدة فقط بمواطني دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، وكذلك هيمنة الدولة على نسبة كبيرة من النشاط الاقتصادي.

وفي الجزء الثاني من الورقة قام الباحث باختبار الصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة السوق للفترة التي تمتد من فبراير 1993 إلى يونيو 1997 وذلك باستخدام بيانات يومية لمؤشر شركة الكويت للاستثمار. وتشير النتائج الأولية إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية يتميز بعدم الكفاءة. ولكن يلاحظ الباحث أن السلسلة الزمنية للمؤشر تتميز بهيكل ما. فيقوم بتطبيق نموذج $GARCH(p,q)$ ، ويستخلص من نتائج هذا الاختبار أن النموذج $GARCH(2,1)$ يعطي تفسيراً مقبولاً للتغيرات التي شهدتها مؤشر شركة الكويت للاستثمار خلال فترة الدراسة.

وخصصت الورقة الرابعة لدراسة أوضاع السوق العماني للأوراق المالية وقد أعدها عمر إبراهيم حسين من صندوق النقد العربي، وكانت بعنوان "حالة سوق مسقط للأوراق المالية: الاتجاهات الحديثة والأداء". وقد ناقشت الورقة التطورات التي شهدتها سوق مسقط للأوراق المالية منذ إنشائه في عام 1989، إضافة إلى استعراض وتحليل مؤشرات أداء السوق.

بيّن الباحث أن الهدف الرئيسي من إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية هو جذب الادخار المحلي والأجنبي من أجل تمويل التنمية الاقتصادية. وتناول أهم التطورات التي مر بها السوق فيما يخص الإطار القانوني والمؤسسي. كما استعرض آلية التعامل في السوق والتطوير الذي طرأ عليها من خلال نظام التداول الآلي.

وفيما يتعلق بالمشاركة الأجنبية في سوق مسقط، أشار الباحث إلى أن قانون الاستثمار الأجنبي لعام 1997 لا يسمح للأجانب بتملك أكثر من 49% من أسهم الشركات المدرجة. وفي تحليله لأداء سوق مسقط للأوراق المالية في الفترة الواقعة بين 1994 و 1998، قدّم الباحث بعض الجداول التي تتضمن عدداً من المؤشرات صنفها إلى ثلاثة مجموعات. تضم المجموعة الأولى مؤشرات السيولة مثل نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الاجمالي ومعدل دوران الأسهم. كما تضم المجموعة الثانية مؤشرات الحجم مثل عدد الشركات المدرجة في السوق ونسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الاجمالي. أما المجموعة الثالثة فقد ضمت مؤشرات السعر مثل مؤشر السوق ونسبة السعر إلى الأرباح للسهم. وفي كل الحالات عرض الباحث المؤشرات الخاصة بمجموعة من الأسواق العربية الأخرى المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، كما قام بتوسيع هذه القائمة لبعض الأسواق الناشئة في حالة مؤشر السعر.

ومن تحليله لكل المؤشرات المذكورة أعلاه، خلص الباحث إلى أن سوق مسقط للأوراق المالية تميز بأحسن أداء على المستوى العالمي خلال عام 1997 حيث ارتفع مؤشر السوق بنسبة 108%. ولكنه أشار كذلك إلى أن عام 1998 شهد انهيار السوق حيث تراجع المؤشر بنسبة 52%. ويرجع الباحث السبب الرئيسي لهذا الانخفاض إلى تدهور أسعار النفط منذ أواخر 1997.

أما الورقة الخامسة التي تناولت السوق التونسي للأوراق المالية فقد كانت من إعداد **عبدالفتاح بوري من جامعة صفاقس**، بعنوان **"الخصائص العشوائية لسوق تونس للأوراق المالية"**. قدّم الباحث في بداية الورقة نبذة تاريخية حول سوق تونس للأوراق المالية الذي أنشأ في عام 1969 وبدأ نشاطه في مايو 1970. ورغم ذلك فقد أشار الباحث إلى أن السوق لم يشهد أي تطور ملحوظ إلا بعد عام 1990، أي بعد قيام تونس بتطبيق برنامج تصحيح هيكله منذ عام 1986. وقد أوضح الباحث إلى أن السوق شهد أداءً مميزاً منذ عام 1990 حتى عام 1995 حيث ارتفع المؤشر العام من 100 نقطة عام 1990 إلى 634 نقطة في نهاية 1995. إلا أن أداء السوق قد تدهور بشكل ملحوظ في السنتين 1996 و 1997. فأتخذت الحكومة عدداً من الإجراءات التي من شأنها التأثير على أداء السوق، ومن أهمها، تدعيم الشفافية وتحديث آلية التداول، بالإضافة إلى السماح للأجانب بتملك أسهم الشركات المدرجة بحيث لا تتجاوز حصصهم 49%. وقد أدت هذه الإجراءات إلى تحسن أداء السوق وارتفاع المؤشر إلى أكثر من 570 نقطة في شهر إبريل 1999.

كما قام الباحث بدراسة خصائص العوائد على أسهم الشركات المدرجة في سوق تونس وكذلك خصائص العائد على مؤشر السوق. وقد غطت هذه الدراسة كل الأسهم المدرجة في السوق خلال الفترة 1993-1997 وذلك باستخدام البيانات الشهرية. فقام الباحث باختبار فرضية التوزيع الطبيعي للعوائد على الأسهم ووصل إلى نتيجة مفادها أن العوائد لا تتبع توزيعاً طبيعياً. ومن هذا المنطلق، حاول الباحث معرفة إن كانت هذه العوائد مستقلة وموزعة بطريقة متساوية. وقد أثبتت بعض الاختبارات أن العوائد مستقلة. كما طبق الباحث نموذج $ARMA(p,q)$ باختبار الصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة السوق. واستخلص من نتائج هذا الاختبار أن سوق تونس للأوراق المالية يتميز بالصيغة الضعيفة للكفاءة.

وكانت الورقة السادسة والأخيرة من تقديم **رياض دهاش من المعهد العربي للتخطيط**، وكانت بعنوان **"تقلبات العوائد في أسواق الأوراق المالية العربية"**. بحثت الورقة فيما إذا كانت أسواق الأسهم العربية تتميز بتقلبات زائدة في العوائد. ولهذا الغرض، فقد تناولت الدراسة بالتحليل، بالإضافة إلى ثمانية أسواق عربية (البحرين، مصر، الأردن، الكويت، المغرب، عمان، السعودية وتونس)، سوقين ناشئين (الهند والمكسيك) وثلاثة أسواق متقدمة (اليابان، المملكة

المتحدة والولايات المتحدة). وقد كانت البيانات الأولية للدراسة من المؤشرات الأسبوعية لأسعار الأسهم خلال الفترة من أكتوبر 1994 إلى نوفمبر 1998.

بعد مناقشة أهم خصائص الأسواق محل الدراسة، قدم الباحث أهم الإحصاءات حول العوائد في هذه الأسواق. ثم تطرق إلى قضية تقلبات العوائد من خلال مقياسين مختلفين. الأول، أي معامل الاختلاف، الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية. واستناداً إلى هذا المقياس، وبالمقارنة مع المجموعتين الأخرتين في الدول، فإن النتائج الإجمالية لا تظهر أي مستوى واضح من التقلبات في العوائد في الأسواق العربية كمجموعة.

أما المقياس الثاني الذي استخدمه الباحث في هذه الدراسة، فهو مقياس شورت، الذي يتم الحصول عليه من خلال تقنية إنحدار على خطوتين، وهو تقدير للانحراف المعياري المشروط للعوائد الأسبوعية. وقد استخدم الباحث هذا المقياس على مستوى المجموعة، ليس للكشف فقط عن الاتجاهات المحتملة في تقلبات العوائد في الأسواق العربية ولكن للكشف أيضاً عن مستوى هذه التقلبات مقارنة بالتقلبات في الأسواق الناشئة والمتقدمة. فبينت الأشكال أن الأسواق العربية تظهر أدنى مستوى في تقلبات العوائد، وأنها لم تتأثر بالأزمات المالية الدولية. وأخيراً، تناول الباحث في ورقته قضية انتقال التقلبات إلى أسواق أخرى. وقد أظهرت النتائج أن الأسواق العربية تتميز بدرجة منخفضة من الارتباط مع بعضها البعض وكذلك مع الأسواق العالمية.

كان هذا ملخصاً موجزاً لوقائع أعمال هذه الورشة، وسوف تنشر لاحقاً في كتاب يصدر عن المعهد العربي للتخطيط، مع الأخذ بعين الاعتبار مجموع المناقشات التي تضمنتها والتوصيات والملاحظات الإستنتاجية التي خرجت بها.