



# الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبورصات الأوراق المالية «التجربة العربية»

ممدوح الولي - مصر

نائب مدير تحرير جريدة الأهرام للشؤون الاقتصادية

## ملخص البحث:

مع ضخامة رقم الإيرادات البترولية عام ٢٠٠٥ حدثت طفرة في تعاملات البورصات العربية، بزيادة قيمة التعامل لتصل إلى ٤٣٥, ١ ترليون دولار مقابل ٥٦٨ مليار دولار، إلا أن الاقتصادات العربية لم تستفد من هذا الرقم الاستفادة المرجوة؛ لأن تعاملات البورصات لا تدخل في الناتج المحلي؛ ولكن تعاملاتها تُدرج تحت تصنيف نقل الملكية، فهي ليست إنتاجاً أو إنفاقاً، كما تحولت البورصة بعدد من الأسواق العربية إلى وسيلة لنزح الأموال من جانب المستثمرين المحليين إلى المستثمرين الأجانب، أو زيادة ثراء الأغنياء على حساب الأقل غنى. كما تشير تلك الطفرات السعرية في عدد من الدول العربية إلى انفصال بورصاتها عن واقع اقتصاداتها.

وخلال عام ٢٠٠٦ - والذي يُعدّ عام الكبوة لمعظم البورصات العربية- فإن الاتجاه الهبوطي للأسعار قد خيم على غالبية البورصات العربية، مما نتج عنه الكثير من الآثار الاجتماعية السيئة التي كان من أهمها: التدهور المعيشي للآلاف، وتحول بعض محدودي الدخل إلى مفلسين؛ مما يعطل قدرتهم على الإنتاج والمشاركة في الاقتصاد، ويحولهم إلى عبء على التنمية.

وبرزت العديد من المظاهر السلبية بالبورصات العربية خلال السنوات الأخيرة؛ نتيجة محدودية الوعي الاستثماري، وضعف مستوى الإفصاح والشفافية، وانتشار الشائعات؛ حتى أصبحت هي التي تُوجّه السوق في أحيان كثيرة وليست المعلومات.

ورغم الممارسات التي أضرت بصغار المستثمرين، وألحقت كوارث مادية بهم في العديد من الأسواق العربية، يبقى للبورصة دورها الإيجابي الذي يمكن أن تلعبه في الاقتصاديات العربية بتوفير السيولة والتمويل متوسط وطويل الأجل، سواء للمشروعات الجديدة أو لزيادة حجم المشروعات القائمة، بما يعنيه ذلك من المساهمة في علاج العجز بالموازين التجارية والخدمية للدول العربية، وتوفير فرص العمل للعاطلين وزيادة القدرات الإنتاجية والتصديرية.

ويتطلب الأمر التركيز على أسواق الإصدار والاستثمار طويل الأجل، والشركات المستقرة في توزيع الأرباح، ووجود أجهزة رقابية قوية تستطيع عقاب الحيتان، أو ذوي الصلة بأصحاب النفوذ.



### أفكار ومقتطفات

- بلغ إجمالي تعاملات البورصات العربية عام ٢٠٠٥ نحو ٤٣٥, ١ تريليون دولار، بخلاف التعاملات التي تتم بالأسواق الموازية، والخاصة بتداول الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصات. وزاد الرقم إلى أكثر من ٧, ١ تريليون دولار في عام ٢٠٠٦، بخلاف تعاملات الأسواق غير الرسمية.
- تعد البورصة وسيلة ناجحة للاستثمار بالنسبة للأفراد والمؤسسات المالية في ظل نُذرة المجالات الاستثمارية عربيًا، وتركزها في مجالي العقار والأسهم خلال السنوات الأخيرة.
- ارتفع متوسط سعر النفط الخام من ٣, ٢٤ دولار للبرميل عام ٢٠٠٢ إلى ٢, ٢٨ دولار للبرميل في عام ٢٠٠٣، ثم ارتفاعه إلى ٣٦ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٤، ثم استمرار صعوده إلى ٦, ٥٠ دولار للبرميل عام ٢٠٠٥.
- مع ضخامة رقم الإيرادات البترولية عام ٢٠٠٥ حدثت طفرة في تعاملات البورصات العربية خلال العام، بزيادة قيمة التعامل لتصل إلى ٤٣٥, ١ تريليون دولار مقابل ٥٦٨ مليار دولار. كما زاد عدد الأسهم المتداولة إلى ٨, ١١٠ مليار سهم مقابل ٥٧ مليار سهم.
- في السوق السعودي زادت قيمة التعامل خلال عام ٢٠٠٥ إلى ١٠٤, ١ تريليون دولار مقابل ٤٧٣ مليار دولار عام ٢٠٠٤. وفي بورصة دبي زادت قيمة التعامل خلال عام ٢٠٠٥ إلى ٣, ١١٠ مليار دولار مقابل ٧, ١٣ مليار دولار عام ٢٠٠٤. وفي بورصة الكويت زادت قيمة التعامل خلال عام ٢٠٠٥ إلى ٣, ٩٧ مليار دولار مقابل ٨, ٥١ مليار دولار عام ٢٠٠٤. وفي بورصة أبوظبي زادت قيمة التعامل إلى ٥, ٢٨ دولار مقابل ٤, ٤ مليار دولار.
- لعوامل محلية وإقليمية لم تستمر معظم تلك البورصات في تحقيق الأرباح للمستثمرين بها. أو حتى ضمان رؤوس أموالهم؛ حيث تحول الاتجاه بمعظم البورصات الخليجية إلى تحقيق خسائر فادحة في عام ٢٠٠٦.
- بورصة فلسطين التي زادت أسعارها بنسبة ٦, ٣٠٦٪. خلال عام ٢٠٠٥ تعيش في بيئة اقتصادية غير مستقرة؛ نتيجة الانتهاكات والاعتداءات الإسرائيلية المستمرة على المدنيين الفلسطينيين، والتعسف تجاه العملة الفلسطينية داخل «إسرائيل»؛ مما زاد من نسبة البطالة لتصل إلى معدلات مرتفعة بلغت حوالي ٣١٪ عام ٢٠٠٢.
- لعب استثمار الأجانب دورًا في حركة المضاربة بالأسواق، مما ساهم في زيادة قيمة التعامل، لكن انسحابهم التدريجي أثر سلبيًا في حجم السيولة المتدفقة على الأسواق خلال عام ٢٠٠٦.

- يرتبط تراجع معظم بورصات الخليج العربي بما تواجهه من مشاكل تتمثل في: غياب الاستقلال الإداري، وقلة الإصلاحات، وغياب المؤسسات المساندة، مثل الشركات الصانعة للسوق، ومؤسسات الحفظ والإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة، وشركات الترويج وضمن الاكتتاب.
- إن العمل الخيري قد تأثر نتيجة قيام بعض الجمعيات الخيرية بالاستثمار، وخسارتها لجزء من محافظتها المالية.
- ذكرت إحصاءات سعودية أن خسائر الأسهم دفعت نحو ٣٧ ألف سعودي لمراجعة العيادات النفسية، خلال الشهور التسعة الأولى من عام ٢٠٠٦، مع زيادة حالات الاكتئاب والأمراض النفسية، وفقد الكثيرون الثقة بالآخرين حتى أقرب الناس إليهم.
- خلال عام ٢٠٠٦ بلغت القيمة السوقية للشركات المقيدة بالبورصات العربية الخمس عشرة التي يرصد صندوق النقد العربي أداءها في ١٤ دولة عربية ٨٦١ مليار دولار مقابل ٢٩٠, ١ تريليون دولار لنفس القيمة السوقية بنهاية عام ٢٠٠٥، بخسارة ٤٢٩ مليار دولار بنسبة ٣٣٪.
- سواء كثر عدد الشركات المقيدة بالبورصات العربية أو قل؛ فإن غالبية البورصات تعاني من ظاهرة تركّز النشاط في عدد قليل من الشركات. ففي البورصة المصرية صاحبة أكبر عدد من الشركات المقيدة، والبالغ ٥٩٥ شركة، فقد أشارت أرقام تعاملات عام ٢٠٠٦ إلى استحواذ عدد قليل من الشركات على نسبة كبيرة من التعاملات.
- هناك مظهر آخر لتركز النشاط في استحواذ الأسهم على النصيب الأكبر في كل البورصات العربية، وتدني قيمة تعاملات السندات، أو عدد السندات المتداولة، أو عدد صفقاتها. وهو الوضع المعكوس لما عليه الحال في البورصات الأجنبية.
- جرت العادة أن تكون استثمارات الأجانب في البورصات الناشئة بالدول النامية هي استثمارات قصيرة الأجل، ومن هنا فإنها استثمارات تتحرك ما بين الأسواق؛ سعياً وراء الربح السريع، حتى شبّههم الخبراء بالعصفور الطائر.
- تعد انهيارات أسواق جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧ نموذجاً لتأثير التعاملات الأجنبية التي تخرج سريعاً من الأسواق؛ لتتسبب في انهيار الأسعار بالأسواق؛ وهو ما تسبّب أيضاً في انهيار عملات عدد من النور الآسيوية وقتها.
- الأسواق العربية تتميز بقلّة عدد الأسهم نشطة التعامل، وغالبيتها ذات عدد قليل من الشركات المدرجة، ويستطيع مبلغ مائة مليون دولار أن يؤثر في توجيه الأمور مع كثير من الأسهم؛ من خلال ممارسات محترفة لتوجيه السوق إلى الاتجاه الذي يرغبه هؤلاء.

- إذا كان الميزان التجاري الإجمالي العربي موجبًا بسبب قيمة الصادرات البترولية؛ فإن الميزان الخدمي الإجمالي للدول العربية يعاني من عجزٍ مزمّن بلغ عام ٢٠٠٥ نحو ٤٢ مليار دولار، مقابل عجز ١, ٤١ مليار دولار عام ٢٠٠٤.

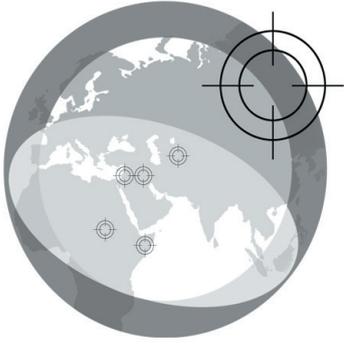
- مع استمرار النفخ في الأسعار وانفصالها الحادّ عن واقع الشركات تتكون بالونة من تلك الأسعار المنتفخة، لا بد أن تنفجر في وقتٍ ما مُخلّفة وراءها آلاف الضحايا الذين اشتروا تلك الأسهم بالأسعار المرتفعة.

- يُعد الاستثمار المؤسسي كشكل غالب للتعامل في البورصات الأجنبية هو الأفضل؛ لوجود إمكانية الاستعانة بالمتخصصين لمتابعة أخبار الشركات وتحليل أدائها، ورصد التغيرات بقطاعات النشاط الاقتصادي، ومدى تأثيرها بالتطورات الاقتصادية المحلية والإقليمية والدولية؛ لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

- يبقى للبورصة دورها الإيجابي الذي يمكن أن تلعبه في الاقتصاديات العربية بتوفير السيولة، والتمويل متوسط وطويل الأجل، سواء للمشروعات الجديدة، أو لزيادة حجم المشروعات القائمة. بما يعنيه ذلك من المساهمة في علاج العجز بالموازن التجارية والخدمية للدول العربية. وتوفير فرص العمل للعاطلين وزيادة القدرات الإنتاجية والتصديرية سواء للسلع أو الخدمات.

- على الإعلام الاقتصادي أن يكون أكثر رشداً، وأكثر حرفية وخبرة وتخصصاً، فلا يترك المجال لغير المتخصصين في انتقاء الخبراء الذين تتم الاستعانة بهم إعلامياً، ولا يكفي مجرد عملهم بالجامعات أو بشركات الوساطة، أو بالبنوك أو عملهم بالخارج أن يكون ذلك جواز المرور للاستعانة بهم.





## الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبورصات الأوراق المالية «التجربة العربية»

ممدوح الولي - مصر

نائب مدير تحرير جريدة الأهرام للشؤون الاقتصادية

### ٢٠٠٥ عام طفرة البورصات العربية:

إذا كان الناتج المحلي الإجمالي العربي قد بلغ ١,٠٦٦ تريليون دولار عام ٢٠٠٥، فإن ذلك يعني أن قيمة تعاملات البورصة في نفس العام (نحو ١,٤٣٥ تريليون دولار) قد تفوقت على الناتج المحلي. وهو ما يدعو إلى الحسرة والتساؤل عما إذا كان قد تم توجيه هذه المبالغ الضخمة التي توجهت للتداول بالبورصة، أو جانب منها إلى عمليات الاستثمار بقطاعات الاقتصاد الحقيقي، من صناعة، وزراعة، وخدمات؛ لتزيد من معدلات الناتج المحلي بما يقلل الفجوة الغذائية العربية، والخلل بالميزان التجاري والخدمي لكثير من الدول العربية.

وعلى الرغم من ذلك فإن البورصة تعد وسيلة جيدة للتمويل متوسط وطويل الأجل للمشروعات والحكومات، وهو أمر تحتاجه الاقتصادات العربية. وفي ظل معدلات البطالة المرتفعة في غالبية الدول العربية. خاصة مع تركيز التمويل المصرفي عربيًا في التمويل قصير الأجل، والذي لا يتناسب مع إنشاء المشروعات طويلة الأجل؛ حيث يغلب الطابع التجاري على المصارف العربية. ورغم وجود بنوك استثمارية عربية إلا أنها لم تقم بالدور المطلوب منها بشكل جيد. كما تعد البورصة وسيلة ناجحة للاستثمار بالنسبة للأفراد والمؤسسات المالية في ظل ندرة المجالات

### مقدمة:

شهدت البورصات العربية انهيارات عنيفة أدت إلى خسائر كبيرة وهزات اقتصادية لأسواق المال الناشئة، ترتب عليها ضياع أموال كثير من المستثمرين.

وبلغ إجمالي تعاملات البورصات العربية عام ٢٠٠٥ نحو ١,٤٣٥ تريليون دولار، بخلاف التعاملات التي تتم بالأسواق الموازية، والخاصة بتداول الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصات. وزاد الرقم إلى أكثر من ١,٧ تريليون دولار في عام ٢٠٠٦ بخلاف تعاملات الأسواق غير الرسمية.

ولكن يظل السؤال الرئيسي ماذا استفادت الاقتصادات العربية من هذا الرقم الضخم لقيمة التعامل؟ وتشير الإجابة المفجعة أنها لا تستفيد منها كثيرًا؛ لأن تعاملات البورصات لا تدخل في الناتج المحلي، ولكن تعاملاتها تُدرج تحت تصنيف نقل الملكية، فهي ليست إنتاجًا أو إنفاقًا.

يناقش البحث مخاطر التعاملات غير المدروسة داخل البورصات العربية، وتعرض الاقتصاد الوطني للأخطار؛ في ظل ممارسات يتجاوز أثرها الجانب الاقتصادي إلى النواحي الاجتماعية.

٣, ٩٧ مليار دولار مقابل ٨, ٥١ مليار دولار عام ٢٠٠٤. وفي بورصة أبوظبي زادت قيمة التعامل إلى ٥, ٢٨ مليار دولار مقابل ٤, ٤ مليار دولار. وفي بورصة قطر زادت قيمة التعامل خلال عام ٢٠٠٥ إلى ٣, ٢٨ مليار دولار مقابل ٣, ٦ مليار دولار عام ٢٠٠٤.

وفي البورصة المصرية زادت قيمة التعامل إلى ٧, ٢٧ مليار دولار مقابل ٨, ٦ مليار دولار. وفي البورصة الأردنية زادت قيمة التعامل إلى ٨, ٢٣ مليار دولار مقابل ٣, ٥ مليار دولار.

- وانعكست الإيرادات البترولية على ارتفاع متوسط نصيب الفرد من الناتج الإجمالي المحلي بدول الخليج عنه في باقي الدول العربية عام ٢٠٠٥ ليصل إلى ٣٤٥, ٥٣ ألف دولار للفرد في قطر. وإلى ٤٥١, ٣٢ ألف دولار بالكويت، و١٧٧, ٢٨ ألف دولار بالإمارات العربية، و٤١٣, ١٨ ألف دولار بالبحرين، و٤١٢, ١٣ ألف دولار بالسعودية، و٤٩٨, ١٢ ألف دولار بسلطنة عمان.

والنتيجة نمو شامل للأسعار بكل البورصات العربية عام ٢٠٠٥ تصدرته بورصة فلسطين بنسبة نمو ٦, ٣٠٦٪. وبنمو ١٤٦٪ للأسعار ببورصة القاهرة والإسكندرية المصرية. وبنسبة ١٣١٪ ببورصة دبي، و١٠٥٪ ببورصة بيروت، و١٠٣, ٧٪ بسوق المال السعودي. و٩٣, ٥٪ بالبورصة الأردنية في عمان، و٧٠, ٢٪ ببورصة الدوحة القطرية، و٦٧٪ ببورصة أبوظبي، و٦٠٪ ببورصة الكويت، و٤٤٪ ببورصة مسقط بسلطنة عمان، و٢٤٪ ببورصة البحرين، و٢١٪ ببورصة تونس.

إلا أنه لعوامل محلية وإقليمية لم تستمر معظم تلك البورصات في تحقيق الأرباح للمستثمرين بها. أو حتى ضمان رؤوس أموالهم؛ حيث تحول الاتجاه

الاستثمارية عربيًا، وتركزها في مجالي العقار والأسهم خلال السنوات الأخيرة. ولقد حقق الكثيرون أرباحًا جيدة من تعاملاتهم بالبورصات العربية خلال السنوات القليلة الماضية وحتى عام ٢٠٠٥.

وتسببت الفوائض البترولية التي تحققت لمواطني دول الخليج العربي خلال السنوات الأخيرة في إتاحة سيولة إضافية لدى هؤلاء؛ مما دعاهم إلى البحث عن مجالات لتوظيفها؛ حيث ارتفع متوسط سعر النفط الخام من ٣, ٢٤ دولار للبرميل عام ٢٠٠٢ إلى ٢, ٢٨ دولار للبرميل في عام ٢٠٠٣، ثم ارتفاعه إلى ٣٦ دولارًا للبرميل عام ٢٠٠٤، ثم استمرار صعوده إلى ٦, ٥٠ دولار للبرميل عام ٢٠٠٥.

ولقد ارتفعت قيمة صادرات النفط الخام لدول الخليج العربي الست: السعودية والإمارات والكويت وقطر وسلطنة عمان والبحرين من ٩٥, ٩٥٩ مليار دولار عام ٢٠٠٢، إلى ١٥٠, ١٢٢ مليار دولار في عام ٢٠٠٣. واستمر الارتفاع لحصيلة الصادرات إلى ٣٠٨, ١٦٢ مليار دولار عام ٢٠٠٤، وقفز رقم الحصيلة إلى ٦٧٠, ٢٣٨ مليار دولار عام ٢٠٠٥.

ومع ضخامة رقم الإيرادات البترولية عام ٢٠٠٥ فقد حدثت طفرة في تعاملات البورصات العربية خلال العام بزيادة قيمة التعامل لتصل إلى ٤٣٥, ١ تريليون دولار مقابل ٥٦٨ مليار دولار. كما زاد عدد الأسهم

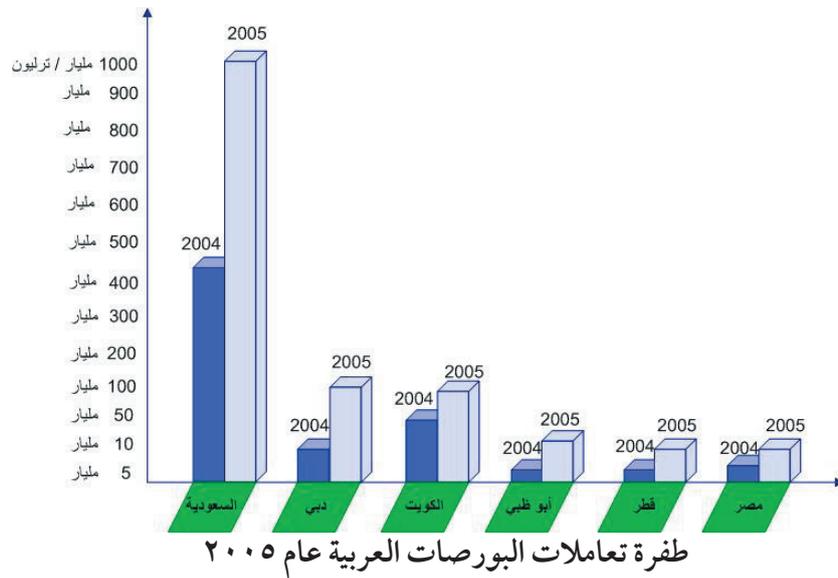
المتداولة إلى ٨, ١١٠ مليار سهم مقابل ٥٧ مليار سهم.

ففي السوق السعودي زادت قيمة التعامل خلال عام ٢٠٠٥ إلى ١٠٤, ١ تريليون دولار مقابل ٤٧٣ مليار دولار عام ٢٠٠٤. وفي بورصة دبي زادت قيمة التعامل خلال عام ٢٠٠٥ إلى ٣, ١١٠ مليار دولار مقابل ٧, ١٣ مليار دولار عام ٢٠٠٤. وفي بورصة الكويت زادت قيمة التعامل خلال عام ٢٠٠٥ إلى

تعد البورصة وسيلة جيدة للتمويل متوسط وطويل الأجل للمشروعات والحكومات، وهو أمر تحتاجه الاقتصاديات العربية

### بورصات منفصلة عن اقتصاداتها:

وتشير تلك الطفرات السعرية في عدد من الدول العربية إلى انفصال بورصاتها عن واقع اقتصاداتها؛ حيث زادت الأسعار في بورصات فلسطين ومصر ولبنان والأردن بنسب نمو هائلة؛ لا تتفق مع ما تعانيه تلك البلدان من متاعب اقتصادية. وصار السؤال المحير داخل المجتمع المصري كيف يتسق الأمر بوجود بورصة نشطة في ظل اقتصاد يعاني من الركود؟



- فبورصة فلسطين التي زادت أسعارها بنسبة ٦, ٣٠٦٪ خلال عام ٢٠٠٥ تعيش في بيئة اقتصادية غير مستقرة؛ نتيجة الانتهاكات والاعتداءات الإسرائيلية المستمرة على المدنيين الفلسطينيين والتعسف تجاه العمالة الفلسطينية داخل «إسرائيل»، مما زاد من نسبة البطالة لتصل إلى معدلات مرتفعة بلغت حوالي ٣١٪ عام ٢٠٠٢. وما زال الاقتصاد الفلسطيني يعاني من مشاكل مزمنة؛ أبرزها العجز المزمن بالميزان التجاري، والذي بلغ ١٢٠, ٢ مليار دولار عام ٢٠٠٥. كما تعاني الموازنة العامة الفلسطينية من عجز مزمن بلغت قيمته ٣٦٦ مليون دولار عام ٢٠٠٥. ولقد زاد الدين العام الفلسطيني إلى ٦, ٦٠٢ مليار دولار.

بمعظم البورصات الخليجية إلى تحقيق خسائر فادحة في عام ٢٠٠٦.

وعلى المستوى الاقتصادي العام فلم تساهم البورصات في نمو الاقتصادات التي تعمل بها في كثير من الدول العربية بشكل ملحوظ. وتحولت في بعضها إلى وسيلة لنزح الأموال من جانب المستثمرين المحليين إلى المستثمرين الأجانب، أو زيادة ثراء الأغنياء على حساب الأقل غنى بعدد من الأسواق العربية. ولقد تجاوزت خسائر بورصات الخليج

العربي والأردن خلال عام ٢٠٠٦ نحو خمسمائة مليار دولار. وهو ما يفوق الإيرادات النفطية لتلك البلدان خلال نفس العام مرة ونصف.

وتوزعت تلك الخسائر ما بين أكثر من ٣١٩ مليارًا كخسائر بالسوق السعودي، وأكثر من ٨٩ مليارًا بسوق الإمارات العربية، وأكثر من ٢٧ مليارًا بالسوق القطرية، وأكثر من ٨ مليارات بالسوق الأردنية. وأكثر من ٦ مليارات دولار بالسوق الكويتية. و٤٢٩ مليون دولار بسوق فلسطين.

ويصبح الأمر محتاجًا لترشيد الدور الذي تلعبه البورصات في الاقتصادات العربية حتى تتحول إلى وسيلة للتنمية، وليس إلى أداة لاستنزاف أموال المستثمرين، وإلحاق الضرر المالي والمعنوي بهم.

وعلى الجانب الآخر شهدت خمس بورصات فقط ارتفاعاً في أسعارها، تصدرتها الدار البيضاء بالمغرب بنمو ٣,٧٠٪، تليها بورصة تونس بنمو ٣,٦٥٪، وسلطنة عمان بنمو ٣,١٤٪، ومصر ١,٠٪، والبحرين بنمو ١٪ في بعض المؤشرات.

- ولقد تأثرت البورصات الخليجية بتراجع أسعار النفط خلال الربع الأخير من عام ٢٠٠٦؛ مما أدى إلى تأثيرات نفسية على قرارات المستثمرين في بعض الأسواق الخليجية. كما تأثرت على مدار العام بتصاعد أزمة الملف النووي الإيراني في بعض الأوقات. وكذلك التوتر المستمر بالملف الفلسطيني والعراقي واللبناني؛ خاصة وقت بداية العدوان الإسرائيلي على لبنان في يوليو ٢٠٠٦.

وساهمت عمليات التسييل الكبيرة التي قامت بها صناديق استثمار؛ بسبب انسحاب عدد كبير من المستثمرين بها إلى ضغوط كبيرة على عروض البيع وتراجع الأسعار. كما تحركت كمية من سيولة المستثمرين إلى أدوات استثمارية أخرى أكثر أماناً مثل العقارات والسندات، وأحياناً إلى أسواق مالية ناشئة وعالمية يتوافر فيها: عائد معقول، وانخفاض بالمخاطر. ولعب استثمار الأجانب دوراً في حركة المضاربة بالأسواق، مما ساهم في زيادة قيمة التعامل، لكن انسحابهم التدريجي أثر سلباً في حجم السيولة المتدفقة على الأسواق خلال عام ٢٠٠٦.

كما يرتبط تراجع معظم بورصات الخليج العربي بما تواجهه من مشاكل؛ تتمثل في غياب الاستقلال الإداري، وقلّة الإصلاحات، وغياب المؤسسات المساندة، مثل الشركات الصانعة للسوق، ومؤسسات الحفظ والإيداع المركزي، وشركات التسوية والمقاصة، وشركات الترويج، وضمان الاكتتاب. إلى جانب صغر تلك الأسواق نسبياً، وضعف الإفصاح وتدفق المعلومات بها، وعدم انفتاحها على الخارج. وضعف الأجهزة الرقابية مما يجعل الأسواق في حاجة إلى سنوات طويلة كي تصبح أسواقاً ناضجة بحسب المعايير العالمية.

- وبورصة القاهرة التي زادت أسعار أسهمها بنسبة ١٤٦٪ خلال عام ٢٠٠٥ كانت منفصلة عن واقع اقتصادها الذي مازال يعاني من عجز مزمن بالميزان التجاري بلغ ٧,٧ مليار دولار بنفس العام. كما استمرت مشكلة العجز بالموازنة العامة ليصل إلى ٨,٣ مليار دولار بنفس العام، وزيادة الدين العام المحلي والأجنبي ومعدلات البطالة المرتفعة وارتفاع نسبة الفقر.

- وبورصة بيروت التي زادت أسعار أسهمها بنسبة ١٠٥٪ خلال عام ٢٠٠٥ كانت مثلاً صارخاً لانفصام البورصات العربية عن واقع اقتصاداتها؛ حيث شهد نفس العام سلسلة من الاغتيالات السياسية على مدار العام، كان أبرزها اغتيال رفيق الحريري رئيس الوزراء الأسبق في فبراير، والذي واكبه اهتزاز الثقة بالاقتصاد، وخروج جانب من الأموال خارج البلاد. إلى جنب استمرار نفس المشاكل المزمنة للاقتصاد اللبناني، وأبرزها العجز المزمن بالميزان التجاري ليصل إلى ١,٦ مليار دولار بنفس العام. وارتفاع الدين العام الداخلي إلى ١٩,٣ مليار دولار تمثل ٨٧,٧٪ من الناتج الإجمالي المحلي، إلى جانب الدين الخارجي الذي بلغ ٢,١٩ مليار تمثل نسبة ٨٧٪ من الناتج المحلي.

### ٢٠٠٦ عام كبوة غالبية البورصات:

وإذا كانت غالبية البورصات العربية، مثل دبي والدوحة والبحرين، قد بدأت مرحلة تصحيح أسعارها منذ أواخر عام ٢٠٠٥، ثم لحقتها باقي البورصات مثل الكويت والسعودية ومصر بالتصحيح لأسعارها منذ فبراير ٢٠٠٦. فإن الاتجاه الهبوطي للأسعار قد خيم على غالبية البورصات العربية خلال عام ٢٠٠٦ ليعد عام الكبوة للعديد منها. وبنهاية عام ٢٠٠٦ بلغت نسبة التراجع للأسعار خلال عام ٢٠٠٦ نحو ٣,٥٣٪ بالسوق السعودي، و٤,٤٦٪ ببورصة فلسطين، و٤,٤٤٪ ببورصة دبي، و٩,٤٢٪ ببورصة أبوظبي، و٣٦,٣٪ ببورصة قطر، و٧,٣٢٪ ببورصة الأردن، و١٢٪ ببورصة الكويت.

وتؤدي الضغوط النفسية إلى ارتفاع معدل الإصابة بأمراض القلب، والذبحة الصدرية، وارتفاع ضغط الدم والسكر وضيق التنفس.

وفى مصر - ومع الصدمات التي تعرض لها المتعاملون بالبورصة - تشكل فريق من ٦٥ متطوعاً لتقديم المساندة النفسية لضحايا البورصة من خلال البريد الإلكتروني، إلى جانب عيادات الأطباء النفسيين من أعضاء الفريق. ومن ناحية أخرى تسبب تدهور الأسعار بالبورصات إلى حدوث تظاهرات غير مسبوقه من جانب المستثمرين في بورصات مصر والكويت والأردن.

تعددت المظاهر السلبية بالبورصات العربية خلال السنوات الأخيرة؛ نتيجة: محدودية الوعي الاستثماري، وضعف مستوى الإفصاح والشفافية، وانتشار الشائعات

## الأثار الاجتماعية لتراجع البورصات

عام ٢٠٠٦:

تسببت الخسائر في التدهور المعيشي للآلاف، وتحول بعض محدودودي الدخل إلى مفلسين؛ مما يعطل قدرتهم على الإنتاج، والمشاركة في الاقتصاد، ويحولهم إلى عبء على التنمية بعد أن كانوا من أدواتها. وأشارت دراسات اجتماعية إلى حدوث تأثر أسري بدرجات متفاوتة لكل الخاسرين بالبورصة. وحالات طلاق بعضها بسبب خسائر الزوجات اللاتي دخلن السوق بأموال كبيرة فقدن معظمها بدون استشارة الزوج،

إلى جانب حالات التهديد المستمر بالطلاق. أو بسبب خسائر الأزواج بحيث لم يعودوا قادرين على توفير نفس المستوى المعيشي لزوجاتهم. كما فقدت بعض الزوجات المجوهرات التي رهنتها بالبنوك للحصول على قروض لم يستطعن سدادها.

وأصبح المئات مدينين للبنوك بمبالغ دخلوا بها مجال الاستثمار بالبورصة، ولم يستطيعوا تعويضها؛ نتيجة خسارتهم، أو أصبح هؤلاء مطالبين بسداد أقساط الديون رغم خسارتهم بالبورصة. كما دخل البعض السجن؛ نتيجة تعثرهم عن سداد قروضهم. وامتد الأثر إلى سوق الاستهلاك كما أثر على مستوى الادخار بالمجتمع وزيادة الديون. بل إن العمل الخيري قد تأثر نتيجة قيام بعض الجمعيات الخيرية بالاستثمار وخسارتها لجزء من محافظتها المالية.

وذكرت إحصاءات سعودية أن خسائر الأسهم دفعت نحو ٣٧ ألف سعودي لمراجعة العيادات النفسية خلال الشهور التسعة الأولى من عام ٢٠٠٦، مع زيادة حالات الاكتئاب والأمراض النفسية، وفقد الكثيرون الثقة بالآخرين حتى أقرب الناس إليهم.

## صعود معظم البورصات العالمية

عام ٢٠٠٦:

والملاحظ أن الاتجاهات السعريه لمعظم البورصات العربية لم تتوافق مع الاتجاهات السعريه بالبورصات العالمية خلال عام ٢٠٠٦، والتي حققت مؤشرات أسعارها ارتفاعاً خلال العام، بلغت نسبته لمؤشر هانج سينج ٥, ٣٤٪، ومؤشر ستريت تايمز بنمو ٣, ٢٦٪، ومؤشر داكس في ألمانيا ٣, ٢٢٪، ومؤشر كاك ٤٠ في فرنسا بنمو ٤, ١٧٪، ومؤشر داو جونز في أمريكا ٧, ١٦٪، والسويسري بنمو ١, ١٦٪.

- ورغم التراجع السعري الذي شهدته غالبية البورصات العربية فقد شهدت قيمة تعاملاتها ارتفاعاً ملحوظاً خلال العام ٢٠٠٦ بالمقارنة لعام ٢٠٠٥؛ بسبب تفوق نمط المضاربة في التعاملات بتكرار البيع والشراء لجني أرباح سريعة وقليلة.

- وخلال عام ٢٠٠٦ بلغت القيمة السوقية للشركات المقيدة بالبورصات العربية الخمس عشرة، التي يرصد صندوق النقد العربي أداءها في ١٤ دولة عربية ٨٦١

عنها بسهولة. فمن تعود على الربح السريع لن يقبل أن يبذل مجهودًا من أجل الحصول على العائد، أو أن ينتظر لفترة طويلة حتى يتحقق العائد. وهو الأمر المعتاد في الاقتصاد العيني، سواء في الصناعة أو الزراعة، والنتيجة عزوف هؤلاء عن ممارسة الأنشطة الاقتصادية العادية وتفضيل الربح السريع.

والنتيجة الطبيعية أنه عندما تصاب البورصة بالركود أو تحدث بها مشكلة تعطل حصول المضاربين على ما اعتادوا عليه من أرباح سريعة بالبورصة؛ فإنهم يتحركون إلى أسواق أخرى لتحقيق أغراضهم التي تعودوا عليها كسوق العقار، أو الأراضي أو العملات الأجنبية.

- وتأتي الخطورة هنا أنهم يخلقون طلبًا غير حقيقي بتلك الأسواق، مما يرفع الأسعار بها إلى الارتفاع بشكل كبير يحققون من خلاله غرضهم؛ حيث إن تلك الأسعار المرتفعة غير الحقيقية تنعكس سلبًا على الاقتصاد العام بذلك البلد؛ نتيجة حدوث فقاعة بسوق العقار مثلاً سرعان ما تنهار بعد ذلك، أو إحداث حالة من الارتباك نتيجة رفع أسعار العملات الأجنبية؛ خاصة بالبلدان التي تعاني من خلل بميزانها التجاري فتزيد تكلفتها وارتفاعها، وترتفع معدلات التضخم بها نتيجة التضخم المستورد، وتندنى قيمة عملتها المحلية.

### ثانياً: تركيز النشاط :

تعدد صور تركيز النشاط داخل البورصات العربية من خلال استحواذ عدد محدود من الأسهم على غالبية التعامل. كذلك سيادة الأسهم العادية في تعاملات البورصات العربية، وقلة الأسهم الممتازة أو لحاملها. ورغم تنوع التعامل بين الأسهم والسندات ووثائق أو وحدات الاستثمار، إلا أن الغلبة دائماً للأسهم مع وجود تعاملات قليلة للسندات، وأقل منها لوحدة صناديق الاستثمار المقيدة.

وسواء كثر عدد الشركات المقيدة بالبورصات العربية، أو قل فإن غالبية البورصات تعاني من ظاهرة

مليار دولار مقابل ٢٩٠, ١ تريليون دولار، لنفس القيمة السوقية بنهاية عام ٢٠٠٥ بخسارة ٤٢٩ مليار دولار بنسبة ٣٣٪. وتتوزع الخسائر ما بين ٣١٩ ملياراً بالسعودية، و٩١ ملياراً بالإمارات، و٢٧ ملياراً بقطر و٨ مليارات بالأردن إلى جانب الكويت وفلسطين.

وتعتبر الخسارة الحقيقية للقيمة السوقية أكبر من الأرقام المذكورة؛ نظراً لقيد شركات جديدة بالبورصات العربية ذات وزن مؤثر قل وجودها من الرقم المعلن لنقص القيمة السوقية للبورصات.

### مظاهر ضعف البورصات العربية:

تعددت المظاهر السلبية بالبورصات العربية خلال السنوات الأخيرة؛ نتيجة: محدودية الوعي الاستثماري، وضعف مستوى الإفصاح والشفافية، وانتشار الشائعات، حتى أصبحت الشائعات هي التي تُوجّه السوق في أحيان كثيرة، وليست المعلومات. إلى جانب محدودية الأدوات الاستثمارية، وضعف الاستثمار المؤسسي، وتغلب الاستثمارات الفردية، وسيطرة المضاربين على حركة الأسواق، وخلق أسعار مصطنعة، وضعف الأجهزة الرقابية، وبطء تدخلها، وغياب صانع السوق.

### - أولاً: انتشار قيم المضاربة:

تغلّبت طبيعة المضاربة على سلوك المتعاملين بغالبية البورصات العربية، وبعد أن كان النمط السائد هو الاستثمار طويل الأجل، والاعتماد على التوزيعات الدورية للشركات المستقرة والقوية. أصبح كثير من المتعاملين لا ينظرون إلى أداء الشركات وقيمة توزيعاتها، بقدر ما يهتمهم تحقيق أرباح سريعة من التعامل، ثم يعاودون نفس الأمر مع أسهم أخرى، أو يعاودون لتكرار ذلك مع نفس الأسهم بين الحين والآخر.

ومن مخاطر انتشار قيم المضاربة، واستهداف الربح السريع بين المتعاملين بالبورصة: أنها تصنع طبقة لها سمات خاصة، من الصعب أن تتخلى

## الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبورصات الأوراق المالية - ممدوح الولي

الأول في قيمة التعامل، وفي عدد الأسهم المتداولة، وفي عدد الصفقات في بورصة دبي؛ حيث استحوذ على نسبة ٢, ٤٨٪ من قيمة التعامل ببورصة دبي، و ٤, ٢٨٪ من عدد الأسهم المتداولة، و ٤, ٢٣٪ من عدد الصفقات.

وفي البورصة المصرية احتل سهم المجموعة المالية هيرميس المركز الأول في المؤشرات الثلاث، وتكرر الأمر بالبورصة الفلسطينية باحتلال سهم شركة فلسطين للتنمية والاستثمار المركز الأول بالمؤشرات الثلاث، وفي بورصة قطر احتل سهم

تركز النشاط في عدد قليل من الشركات. ففي البورصة المصرية صاحبة أكبر عدد من الشركات المقيدة والبالغ ٥٩٥ شركة؛ فقد أشارت أرقام تعاملات عام ٢٠٠٦ إلى استحواد عدد قليل من الشركات على نسبة كبيرة من التعاملات؛ حيث استحوذت أعلى خمس شركات على نسبة ٨, ٤٣٪ من قيمة التعامل. - وفي بورصة دبي استحوذت الشركات الخمس الأولى في قيمة التعامل على نسبة ٨١٪ من إجمالي قيمة التعامل خلال العام.

- وفي بورصة أبوظبي كان نصيب الشركات الخمس الأولى في قيمة التعامل ٤, ٥٥٪،

### نصيب أعلى خمس شركات من مؤشرات التعامل ونصيب السهم الأبرز من تعاملات السوق عام ٢٠٠٦

	السعودية	أبو ظبي	دبي	فلسطين	عمان	الأردن	قطر	لبنان	مصر	
قيمة التعامل	17%	55.4%	81.1%	90%	48.2%	44.6%	57.1%	96.7%	17%	
عدد الأسهم	15.7%	61.5%	71.1%	82.5%	43.2%	38.9%	72.5%	95.2%	25.7%	
عدد الصفقات	15.4%	61.1%	66.8%	59.5%	43.3%	29.8%	77.4%		15.4%	
السهم الأبرز	سابق	مصرف أبو ظبي	إعمار	فلسطين للتنمية	بنك مسقط	المستثمرون المتحدون	بنك الريان	سوليدير	المجموعة المالية	
من القيمة	4.4%	28.9%	48.2%	38.9%	16.2%	16.5%	18.1%	58.8%	23.5%	
من الأسهم	12.9%	2.1%	28.4%	45.6%	12.6%	15.1%	33.1%	41.7%	15.5%	
من الصفقات	1.9%	9.7%	23.2%	35.6%	6.6%	10.3%	28.4%		20%	

بنك الريان المركز الأول بالمؤشرات الثلاث، وفي بورصة بيروت احتل سهم سوليدير المركز الأول في كافة المؤشرات، وفي بورصة الأردن احتل سهم المستثمرون المتحدون المركز الأول بالمؤشرات الثلاث.

وتبدو مخاطر تركيز النشاط في تأثير عدد محدود من الأسهم على السوق، وجرها السوق إلى اتجاه معين؛ باعتبارها أسهمًا قائدة. وفي حالة اتجاهها للتراجع فإنها تجر السوق معها للتراجع. كما تسبب

وفي بورصة الكويت كان نصيب الشركات الخمس الأولى في قيمة التعامل ٩, ٢٢٪ من إجمالي قيمة التعامل - وفي السوق السعودي بلغت نصيب الشركات الخمس الأولى بقيمة التعامل ١٧٪ من إجمالي قيمة التعامل.

### السهم القائد:

- وكان هناك سهم محوري في عدد من البورصات العربية مثل سهم إعمار الذي استحوذ على المركز

ما حصل عليه من أرباح. و جرت العادة أن هؤلاء عندما يدخلون سوقاً معيناً فإنهم يدفعون الأسعار للارتفاع ليخرجوا الثمار سريعاً، ويخرجون منها قبل تصحيح السوق لنفسه، وعودة الأسعار مرة أخرى إلى الهبوط.

وفي حالات كثيرة يكون المستثمرون الأجانب هم الأسرع في الخروج من السوق قبل المستثمرين المحليين. وبالتالي يخرجون وقت ارتفاع الأسعار، ويخرجون الأرباح على حساب المستثمرين المحليين الذين يتجرعون الخسائر التي تلحق بتلك الأسواق المالية، وفي إطار ذلك يحدث نزف للثروة المحلية إلى الخارج.

- ولقد شهدت الحالة المصرية نموذجاً صارخاً لتلك الحالة خلال العام المالي ٢٠٠٢/٢٠٠٣ حينما نجم عن صافي تعاملات الأجانب بالبورصة المصرية خروج ٢, ٤٠٥ مليون دولار من مصر. وتكرر السيناريو بالعام المالي ٢٠٠٣/٢٠٠٤، حينما كان صافي تعاملات الأجانب بالبورصة المصرية صافي تدفقات لخارج البلاد ٦, ٢٢٥ مليون دولار؛ لتفقد البلاد ٨, ٦٣٠ مليون دولار خلال عامين.

وكان نفس الأمر قد حدث في العام المالي ٩٧/١٩٩٨ حين بلغ صافي تدفقات استثمارات محفظة الأوراق المالية في مصر ٢٤٨ مليون دولار تدفقاً سالباً اتجه إلى الخارج. وتكرر ذلك في العام التالي ٩٨/١٩٩٩ حين بلغ صافي التدفقات لاستثمارات محفظة الأوراق المالية في مصر إلى الخارج ١٧٤ مليون دولار.

وتعد انهيارات أسواق جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧ نموذجاً لتأثير التعاملات الأجنبية التي تخرج سريعاً من الأسواق؛ لتسبب في انهيار الأسعار بالأسواق، وهو ما تسبب أيضاً في انهيار عملات عدد من النمرور الآسيوية وقتها.

- وفي البورصة المصرية أشار التوزيع النسبي لقيمة التعامل عام ٢٠٠٦ إلى استحواذ المصريين

في ظل ضخامة انتشار استحواذ غالبية المتعاملين على أسهمها في إلحاق الخسائر بغالبية المتعاملين.

### قطاعات نشاط مسيطرة :

- ومن مظاهر تركيز النشاط أيضاً استحواذ بعض قطاعات النشاط بالنصيب الأكبر لقيمة التعامل، وعدد الأسهم المتداولة، وكذلك عدد صفقات عقود- التعامل، ففي البورصة الأردنية التي تضم أربعة قطاعات للنشاط هي الخدمات، والبنوك، والصناعة، والتأمين. وفي مؤشر قيمة التعامل خلال عام ٢٠٠٦ استحواذ قطاع الخدمات على نسبة ٨, ٦٥٪ من الإجمالي، يليه قطاع البنوك بنسبة ٧, ١٩٪ وقطاع الصناعة ٨, ١٣٪ وقطاع التأمين ٦, ٠٪.

- وفي البورصة اللبنانية ومع وجود خمسة قطاعات للنشاط استحواذ قطاع التطوير والإعمار الذي يضم شركة واحدة هي سوليدر، استحواذ على النصيب الأكبر بكل المؤشرات. وفي السوق السعودية التي تضم ثمانية قطاعات للنشاط، وحسب التوزيع النسبي لقيمة التعامل ما بين قطاعات النشاط عام ٢٠٠٦ تفوق قطاع الصناعة بنسبة ٤, ٤٠٪ يليه قطاع الخدمات بنسبة ٢٩٪.

- وهناك مظهر آخر لتركيز النشاط في استحواذ الأسهم على النصيب الأكبر في كل البورصات العربية، وتدني قيمة تعاملات السندات أو عدد السندات المتداولة، أو عدد صفقاتها، وهو الوضع المعكوس لما عليه الحال في البورصات الأجنبية.

### ثالثاً: قصر أجل تعاملات الأجانب-العصفور

#### الطائر:

جرت العادة أن تكون استثمارات الأجانب في البورصات الناشئة بالدول النامية هي استثمارات قصيرة الأجل، ومن هنا فإنها استثمارات تتحرك ما بين الأسواق؛ سعياً وراء الربح السريع حتى شبههم الخبراء بالعصفور الطائر، الذي لا يستقر على غصن وقتاً قصيراً؛ ليطير إلى غصن آخر بسرعة، حاملاً معه

الأجهزة الرقابية فترة قد تزيد عن الساعة. هذا في حالة التدخل السريع، بينما هناك حالات استغرق فيها التدخل بضعة أيام. وعادة ما تكون قيادات الشركات المقيدة بالبورصات هي الأكثر استفادة من تلك المعلومات؛ بحكم اتصالهم اليومي بها، ومعرفتهم لها قبل غيرهم.

ومن هنا ظهرت الاستفادة بالمعلومات الداخلية من خلال القائمين على الشركة الذين يعرفون - بحكم أعمالهم - أسرار الشركة، ويمكن أن يتخذوا قرارات استثمارية بناء على معرفتهم بتلك البيانات، سواء ايجابية أو سلبية. ولذلك أجبرت الجهات الرقابية هؤلاء على الإعلان عن تعاملاتهم في أسهم الشركات التي يديرونها. إلا أن باب الاستفادة من المعلومات التي عرفوها قبل غيرهم يظل مفتوحاً كي يستفيد منه الأقارب والمعارف لحساب هؤلاء أو باقتسام الأرباح معهم.

ومن صور التلاعب قيام البعض في شركات الوساطة بالتلاعب بأرصدة العملاء من الأوراق المالية دون معرفة العملاء. ولقد شهدت الأسواق العربية حالات تلاعب بأرصدة العملاء، بل إن بعض القائمين على شركات وساطة قد هربوا من البلاد بعد استيلائهم على أرصدة للعملاء كما حدث في مصر.

#### خامساً: قلة نشاط الشركات العربية المتعددة

##### الإدراج:

بلغ عدد الشركات المتعددة الإدراج بالبورصات العربية بنهاية عام ٢٠٠٦ نحو ٣٣ شركة، تنتمي إلى عشر دول عربية. فهناك ١١ شركة كويتية مقيدة في بورصات أخرى بخلاف قيدها ببورصة الكويت. وسبع شركات بحرينية، وست شركات إماراتية، وشركتان من كل من مصر وسلطنة عمان وقطر، وشركة واحدة من كل من لبنان وفلسطين والسودان. ومن تلك الشركات الكويتية هناك عشر شركات مقيدة في بورصة دبي وشركتان ببورصة البحرين هما جلوبال والمجموعة الدولية للاستثمار؛ لتنفرد شركة

على نسبة ٧٠٪ من قيمة التعامل، والأجانب على نسبة ١٦٪، والعرب على نسبة ١٤٪. وفي بورصة البحرين عام ٢٠٠٦ كان التوزيع النسبي للتعامل ٣، ٤٢٪ لتعاملات البحرينيين و٣، ٣٦٪ لتعاملات الخليجيين، و١، ٢١٪ لتعاملات غير الخليجيين. وفي البورصة الأردنية عام ٢٠٠٦ بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل الأجانب ٩٩٥، ١ مليار دينار أردني أي بنسبة ١٤٪ من حجم التداول الكلي.

- وفي المغرب أشارت الدورية الإحصائية لمكتب الصرف المغربي عن نهاية نوفمبر ٢٠٠٦ إلى نمو تحويلات الأجانب الناتج عن بيع محافظ استثمارية بالبورصة المغربية من قبل صناديق التوظيف الأجنبية ليصل ٢، ٥٦٨ مليون دولار، مقابل ٣، ٧٥ مليون دولار بنفس الفترة من عام ٢٠٠٥ بنمو ٦٥٤٪.

#### رابعاً: الاستفادة من المعلومات الداخلية

##### أحد صور التلاعب:

في ظل أسواق قليلة العمق يمكن التأثير في الأسعار. خاصة وأن الأسواق العربية تتميز بقلّة عدد الأسهم نشطة التعامل، وغالبيتها ذات عدد قليل من الشركات المدرجة، ويستطيع مبلغ مائة مليون دولار أن يؤثر في توجيه الأمور مع كثير من الأسهم، من خلال ممارسات محترفة لتوجيه السوق إلى الاتجاه الذي يرغبه هؤلاء.

وتساهم حالة غياب المعلومات في وجود حالة من الضبابية بالسوق تكون بيئة خصبة لانتشار الشائعات التي يتم إطلاقها باحتراف. مع الاستفادة من بعض الوسائل الإعلامية التي تتعامل مع تلك الشائعات بدون خبرة. إلى جانب تأخر ردود أفعال الجهات الرقابية بعض الوقت. وحتى تتحرك الأجهزة الرقابية وتوضح الأمور تكون قد تحققت المكاسب المرجوة أو جانب منها، خاصة وأن إتمام الصفقات لا يستغرق سوى ثوانٍ معدودة.

بينما يحتاج التحرك لحسم الأمور من جانب

وهي سلع يمكن إقامة مشروعات لإنتاجها من خلال سوق الإصدار، أو التوسع في المشروعات القائمة لإنتاجها من خلال طرح الأسهم والسندات.

وإذا كان الميزان التجاري الإجمالي العربي موجباً بسبب قيمة الصادرات البترولية؛ فإن الميزان الخدمي الإجمالي للدول العربية يعاني من عجز مزمن بلغ عام ٢٠٠٥ نحو ٤٢ مليار دولار، مقابل عجز ١, ٤١ مليار دولار عام ٢٠٠٤.

وخلال الشهور التسعة الأولى من عام ٢٠٠٦ كانت تعاملات أسواق الإصدار في ١٤ بلدًا عربيًا بها بورصات أوراق مالية ٣١٣, ١٢ مليار دولار، مقابل ٤٣٤, ١ تريليون دولار للتعاملات بأسواق التداول بتلك البلدان، أي بنسبة ١: ١١٧، في عام ٢٠٠٦ كانت حصيلة تعاملات سوق الإصدار المصرية ٢٩٤, ١٧ مليار دولار، مقابل ٤٩٧, ٤٧ مليار دولار لتعاملات سوق التداول الرسمية المصرية.

### سابعًا: تضخم الأسعار يؤدي لاقتصاد الفقاعة:

تُسبب الأسعار المرتفعة التي تنجم عن ممارسات المضاربين؛ لرغبتهم في تحقيق أرباح عالية في وجود أسعار عالية للأسهم، لا تتسق مع أداء الشركات التي تنتمي إليها تلك الأسهم. بل إنه كثيرًا ما ترتفع أسعار أسهم لشركات تحقق خسائر، أو تعاني من مشكلات في نشاطها الرئيسي. والنتيجة الطبيعية أنه مع استمرار النفخ في الأسعار، وانفصالها الحاد عن واقع الشركات تتكون بالونة من تلك الأسعار المتنفخة؛ لا بد أن تنفجر في وقت ما، مُخَلِّفَةً وراءها آلاف الضحايا الذين اشتروا تلك الأسهم بالأسعار المرتفعة.

وغالبًا ما يكونون من غير أصحاب الخبرة؛ حيث إن المحترفين يكونون قد خرجوا من السوق مبكرًا. كما أن كثيرين من هؤلاء عادة ما يستثمرون كل طاقاتهم المالية وليس جانبًا منها، كما تتطلب أساسيات تنوع الاستثمارات، وبالتالي تكون آثار خسائرهم فادحة بالنسبة لوضعهم المادي والمعيشي.

جلوبل بتسجيلها في بورصتي دبي والبحرين.

- الأمر الأهم أن تعاملات الشركات متعددة الإدراج داخل البورصات التي أُدرجت فيها مازالت محدودة؛ بالقياس إلى حجم تعاملات تلك البورصات، بل إن إحداها وهي البنك التجاري الدولي مصر طالب بإلغاء قيده بالإمارات.

- ولقد أشارت بيانات تداول السوق الكويتية لعام ٢٠٠٦ إلى استحواذ الشركات السبع عشرة العربية المقيدة بها على نسبة ٤, ٥٪ من إجمالي قيمة تعاملات السنة، ونسبة ٦٪ من عدد الأسهم المتداولة.

- وفي بورصة دبي تضاعف نصيب الشركات الاثني عشرة العربية المدرجة بها ليصل إلى نسبة واحد بالألف من إجمالي قيمة التعامل.. وفي بورصة أبوظبي كان نصيب الشركات الأربع متعددة الإدراج ٦, ٢٪ من إجمالي قيمة التعامل.

### سادسًا: تفوق الاهتمام بسوق التداول عن

#### سوق الإصدار:

بعد أي تعامل بسوق الإصدار: إما تأسيس شركات جديدة، أو القيام بتوسعات بالشركات القائمة، وهو ما يعني قدرات إنتاجية إضافية بالمجتمع، وزيادة متوقعة بالنتائج المحلي، وفرص عمل جديدة وإمكانية أكبر للتصدير. أو قيام الحكومات بعلاج عجز موازاناتها، أو سدّاد ما عليها من ديون قد تكون للمقاولين أو للموردين أو للبنوك، أي أن الحكومة من خلال حصيلة السندات ستضخ أموالاً بالسوق تساهم في انتعاشه. أما ما يتم من تعاملات بسوق التداول مهما كان ضخماً، فإنها عبارة عن أموال تتقل ما بين المتعاملين.

وعلى المستوى العربي هناك عجز مزمن بالميزان التجاري الزراعي. وتظهر الفجوة الغذائية العربية بشكل واضح في الحبوب والدقيق والزيوت، واللحوم والألبان ومنتجاتها، والسكر المكرر، والذرة الشامية والأرز، والشعير والبقوليات، والخضر والفاكهة.

على شركة معينة، أو ترتيب قروض لصالح شركة، أو دخول أسواق جديدة. ونبّهت الشركات إلى أن عدم الإفصاح في مثل تلك الحالات يشكل مخالفة لقانون الهيئة.

### تاسعاً: تدني الوعي الاستثماري:

رغم التغطية الواسعة لأخبار التداول بالصحف والقنوات الفضائية إلا أن جانب التوعية لا يأخذ حظه؛ حيث تتوجه الرسالة الإعلامية إلى المتعاملين باعتبارهم ذوي خبرة، بينما الغالبية منهم ليس لديهم أساسيات التعامل، ويبدو ذلك من مخاطبة المتعاملين بمصطلحات فنية لا دراية لهم بها.

ومن أشكال أخطاء المتعاملين الزَّجُّ بكل أموالهم للاستثمار، بينما الاستثمار الرشيد يقتضي الاستثمار بفوائض الأموال.

وكذلك الاقتراض للاستثمار أيضاً، وشراء سهم واحد بغالب أموال المستثمر، بينما أبسط قواعد الاستثمار هو التنوع بالمحفظه. ولقد تكرر ذلك في عدد من الاكتتابات العامة بعدد من الأسواق، مثل سهم المصرية للاتصالات في مصر، وبنك الريان بقطر وغيرها.

والنتيجة - لعدم الخبرة - هو اتخاذ سلوك القطيع بتقليد ما يفعله الغير، كما ينجم عن نقص الخبرة قرارات خاطئة للشراء، وكذلك قرارات خاطئة للبيع يترتب عليها الإضرار بالسوق؛ خاصة وأن الأفراد مازالوا يمثلون أغلبية المتعاملين بالأسواق العربية.

ويعد دخول السوق من خلال صناديق الاستثمار الأسلوب الأمثل لغير ذوي الخبرة؛ إلا أن الرغبة في تحقيق مكاسب عالية يدفعهم للمجازفة. كما يعد الاستثمار المؤسسي كشكل غالب للتعامل في البورصات الأجنبية هو الأفضل؛ لوجود إمكانية

### ثامناً: ضعف مستوى الإفصاح والشفافية:

في ظل مناخ لا يتم في واقعه السياسي الإفصاح والشفافية عن مجريات الأمور؛ فإن ذلك يعكس النظرة الخاطئة للمعلومات والبيانات؛ باعتبارها خاصة لا يجب أن يطلع الآخرون عليها؛ حيث استشرت تلك النظرة في ميادين العمل والشركات، وانعكست على السلوك الشخصي للكثير من المسؤولين بها؛ ولأن الشركات المدرجة بالبورصة محكومة بقواعد تجبرها على الإفصاح عما من شأنه التأثير على نشاطها، وإمداد الجهات الرقابية بالقوائم المالية الدورية، فقد استجاب بعضها لتقديم القوائم المالية، وإن كان في توقيت متأخر لدى الكثيرين؛ رغم تسهيل الوسائل التكنولوجية ذلك الأمر، وقد تكون بعض الشركات لديها العذر في التأخير لبطء الجهات الرقابية في اعتماد تلك القوائم، كما يحدث من قِبَل الجهاز المركزي للمحاسبات، والذي يعتمد القوائم المالية للشركات التي بها ملكية عامة.

ويمتنع البعض الآخر من الشركات عن تقديم تلك البيانات، أو لا تقدمها بانتظام حتى اضطرت إدارة البورصات إلى شطب قيد تلك الشركات؛ بسبب قلة الإفصاح كما حدث كثيراً في مصر. بل إن بعض الشركات كانت تتقدم بطلب

شطب القيد لأسباب من بينها الالتزام الدوري بتقديم البيانات، خاصة في ظل وجود عقوبات مالية متدرجة على التأخير في القوائم المالية في أثناء المهلة المتاحة لذلك.

وألزمت هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية الشركات المقيمة لديها بتزويد الهيئة والأسواق بالمعلومات الجوهرية، أو الأخبار التي تؤثر على سعر سهمها فور توفرها، مثل أخبار توقيع عقود جديدة، أو الاندماج مع شركات أخرى، أو الاستحواذ

من أشكال أخطاء المتعاملين  
الزَّجُّ بكل أموالهم للاستثمار،  
بينما الاستثمار الرشيد يقتضي  
الاستثمار بفوائض الأموال

الاستعانة بالمتخصصين لمتابعة أخبار الشركات، وتحليل أدائها، ورصد التغيرات بقطاعات النشاط الاقتصادي، ومدى تأثيرها بالتطورات الاقتصادية المحلية والإقليمية والدولية؛ لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

### خاتمة:

#### دور إيجابي للبورصة :

رغم الممارسات التي أضرت بصغار المستثمرين، وألحقت كوارث مادية بهم في العديد من الأسواق العربية، خلال السنوات العشر الماضية. يبقى للبورصة دورها الإيجابي الذي يمكن أن تلعبه في الاقتصاديات العربية: بتوفير السيولة والتمويل متوسط وطويل الأجل، سواء للمشروعات الجديدة أو لزيادة حجم المشروعات القائمة؛ بما يعنيه ذلك من المساهمة في علاج العجز بالموازن التجارية والخدمية للدول العربية، وتوفير فرص العمل للعاطلين، وزيادة القدرات الإنتاجية والتصديرية سواء للسلع أو للخدمات.

ويتطلب الأمر هنا التركيز على أسواق الإصدار والاستثمار طويل الأجل، والشركات المستقرة في توزيع الأرباح، والتي يعتمد المستثمرون على ما توزعه من عوائد دورية. ووجود أجهزة رقابية قوية تستطيع عقاب الحيتان، أو الهوامير أو ذوي الصلة بأصحاب النفوذ.

وعلى الإعلام الاقتصادي أن يكون أكثر رشداً وأكثر حرفية وخبرة وتخصصاً، فلا يترك المجال لغير المتخصصين. وعليه انتقاء الخبراء الذين تتم الاستعانة بهم إعلامياً بعناية، ولا يكفي مجرد عملهم بالجامعات أو شركات الوساطة، أو بالبنوك أو عملهم بالخارج أن يكون ذلك جواز المرور للاستعانة بهم.

## معلومات إضافية

### ماهية البورصة:

البورصة: اسمٌ فرض نفسه على جميع اللغات، وأصبحت هي الأداة الفاعلة في تحريك الاقتصاديات، ولها أهمية اقتصادية كبرى، ودور كبير في تنشيط الحركة المالية. ونجد أن الكثيرين يجهلون هذه الأداة المالية وأهميتها الاقتصادية، وطرق وكيفيات سير العمليات بها، وكذا التقنيات التي تتحكم في نشاطها.

يعود أصل كلمة «بورصة» إلى اسم عائلة فان در بورسن (Van der Bursen) البلجيكية، والتي كانت تعمل في مجال البنوك، واتفق على أن يكون الفندق الذي تملكه هذه العائلة بمدينة بروج Bruges مكاناً لالتقاء التجار المحليين في فترة القرن الخامس عشر، حيث أصبح بمرور الزمن رمزاً لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع.

وجاء أول نشر لما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام ١٥٩٢ بمدينة انفرز (Anvers).

### الهدف من إنشاء البورصة:

من أهم الأهداف التي أنشئت من أجلها البورصة ما يلي :

\* السماح لمؤسسات القطاع العام والخاص المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور.

\* تقييم هذه الشركات عن طريق السوق.

\* ضمان التمويل عن طريق الادخار العمومي.

\* السماح بسيولة الادخار المستثمر على المدى البعيد.

\* تحقيق وتكريس شفافية أكبر في مبدأ الحركة النقدية (السيولة، وانتقال رؤوس الأموال) استثماراً وادخاراً وربحاً وخسارةً.

### أهمية البورصة:

إن أهم مزايا اعتماد نظام بورصة في اقتصاد دولةٍ ما، في كونها أداة شفافة في سبيل تبني نظام الخصخصة، حيث تكشف بمجرد اعتمادها والانخراط فيها الوضعية الحقيقية: الاجتماعية

والمالية والإدارية بكل مؤسسة، كما يعكس واقع البورصة أيضاً الحالة الصحية لاقتصاد الدولة المعنية، أو للتجمعات الاقتصادية الجهوية، أو للشركات العالمية العملاقة.

وفيما يتعلق بنظام الخوصصة، فإنه لا يمكن تصور قيام أو اعتماد «البورصة» في ظل سيادة الدولة على الاقتصاد، وتهميش أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الخوصصة، أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأسمالها للعمال، أو للمواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، وفتح رؤوس أموالها أمام المدخرين، الأمر الذي سيؤدي - في حالة اعتمادها - تلقائياً إلى تنشيط عملية الادخار الذي يُفضي بدوره إلى إقامة سوق البورصة.

### أنواع البورصات:

يُذكر أن هناك ثلاثة أنواع من البورصات:

- ١ - بورصة العمل: وهي مكان التقاء العمال في اجتماعات تُقترح فيها عليهم خدمات متنوعة.
- ٢ - بورصة السلع: وتسمى أيضاً ببورصة التجارة، وهي مكان تُباع فيه المواد والسلع الاستراتيجية أي المنتجات الأساسية (القطن، القمح، السكر.... إلخ) بالجملة؛ حيث يتعامل فيها على أساس العينات من المنتجات، وقد يباع المنتج عدة مرات، وفيها تتحدد الأسعار المحلية والدولية لهذه المنتجات.
- ٣ - بورصة القيم المنقولة (الأسهم والسندات): وهي السائدة والشائعة حالياً، وتمثل معظم السوق المالي في العالم، وهي المكان الذي تحدث فيه المعاملات على الأسهم والسندات والذهب والعملات الصعبة عن طريق الوسطاء. ولكل بورصة مؤشر خاص بها تقيس به معاملاتها، ولكل مؤشر طريقته الخاصة في الحساب مثل: (داوجونز - نازداك - نيكاي - فيننشل تايمز - كاك ٤٠ - داكس.... إلخ).

### أهم البورصات العالمية:

تعتبر البورصات التالية من أهم البورصات في العالم على الإطلاق، نظراً لحجم التعامل فيها، وكذا تأثيرها على الاقتصاد والتجارة وسوق التداول في البورصات العالمية:

- ١ - بورصة نيويورك أو «وول ستريت»: وسميت ببورصة «وول ستريت» نسبة للشارع الموجودة فيه بنيويورك شارع وول ستريت، وتمثل هذه البورصة سوقاً لحوالي ٥٠٪ من الإنتاج القومي الخام الأمريكي، وهي التي تدير كافة الاقتصاد الأمريكي، ويمثل مؤشر داوجونز DAW JONES الممثل للشركات الكبرى (DJIA)، وكذا مؤشر نازداك الممثل لقطاعات التكنولوجيا والمعلوماتية والاتصال NASDAQ أهم المؤشرات السائدة في التداول، وهذه البورصة من أقدم البورصات، وهي التي بدأت منها الأزمة الاقتصادية العالمية في سنة ١٩٢٩ م.

٢ - بورصة طوكيو: أو بورصة كابوتوشو (Kabuto- cho) نسبة لاسم الشارع الموجودة فيه أيضًا، وقد وضعت حسب إحصائيات عام ١٩٩٠م في المرتبة الأولى عالميًا من حيث حجم التداول فيها، والذي وصل إلى ٣ مليارات دولار، أي ٤٠٪ من مجموع التداول العالمي.

٣ - بورصة هونج كونج ، بورصة لندن ، وباريس ، وفرانكفورت وغيرها من البورصات العالمية.

٤ - بورصة القاهرة: من أهم البورصات العربية، بما لديها من تجارب في هذا الميدان؛ باعتبارها أقدم بورصة عربية.

#### الأسهم والسندات:

لا يمكن تصور قيام بورصة بدون تداول، ولا يمكن التداول بدون أسهم وسندات، فماذا نعني بها؟

\* الأسهم: السهم عبارة عن ورقة مالية مصدرة من طرف شركة ذات أسهم تمثيلاً لحصة من رأس مالها، وتستطيع معها إصدار أنواع عديدة من الأسهم، تختلف حسب الحقوق والامتيازات التي تعطيها المؤسسة لمالك هذه الأنواع من الأسهم، مثل: حق التصويت - الحق في الأرباح الموزعة في نهاية السنة - الأولوية في التسديد.

\* السندات: السند هو صك مديونية تستخدمه الشركات كوسيلة للاقتراض؛ حيث يتعهد مصدر السند أن يدفع لحامل السند فائدة أو (كوبون) محدد مسبقاً طول مدة السند، وأن يرد القيمة الاسمية للسند عند حلول تاريخ الاستحقاق؛ لذلك حامل السند يعتبر مقرضاً للشركة وليس مساهماً فيها.

#### أنصاف الأوراق المالية المسجلة في البورصة:

وهي الأوراق المسجلة بنظام التسعيرة بالبورصة، وتُصنَّف إلى ثلاث:-

١- أوراق المساهمة: وهي تلك التي تصدر تمثيلاً لجزء من رأس مال الشركة المصدرة مثل: الأسهم، شهادات الاستثمار.....إلخ.

٢- أوراق الاقتراض: وهي التي تصدر اعترافاً بدين أبرمته الجهة المصدرة مثل: سندات الخزينة، سندات المؤسسات، الأوراق التجارية.....إلخ.

٣- الأوراق المشتقة: تشكل من خلال أوراق مالية أساسية تمثل غالباً حقوق على هذه الأوراق مثل: العقود الآجلة، حقوق الاكتتاب.....إلخ.

### صناديق الاستثمار:

حلاً لمشكلة دخول غير المحترفين البورصة كانت صناديق الاستثمار. فمن يدخل للتعامل بالبورصة مطلوب منه أن يكون مُلمّاً بكيفية قراءة القوائم المالية للشركات، وأن يكون لديه وقت لمتابعة حركة أسهمها حتى يستطيع اتخاذ قرار الشراء، أو البيع في الوقت المناسب.

كذلك مطلوب منه أن ينوّع استثماراته حتى يقلل من المخاطر، وأن تكون لديه محفظة متنوعة الأنشطة. فلا تكون محفظة جيدة إلا أن تكون مفردات المحفظة وجود أسهم لعدة شركات إسمنت على سبيل المثال. ولكن الأصوب أن تكون الأسهم منتمة إلى قطاعات نشاط مختلفة، مثل الغزل والنسيج، والإسكان والاستثمار، والدواء.... وهكذا.

وتقوم إدارة الصندوق بتوزيع العوائد المتحققة من عملها على أصحاب الوثائق في فترات التوزيع المحددة، سواء كانت سنوية أو نصف سنوية أو ربع سنوية. ويستطيع حاملو الوثائق بيعها سواء للجهة المصدرة لها، أو من خلال البورصة حسب نظام الصندوق، بما يكفل لهم الخروج من الصندوق في الوقت الذي يريدونه. وهناك جماعة لحملة الوثائق يستطيعون من خلال حضور اجتماعاتها التعرف على سير عمل الصندوق إلى جانب ما ترسله إدارة الصندوق من بيانات دورية عن نشاط الصندوق وقوائمه المالية إلى حملة الوثائق دورياً.