

تحليل الخصائص التشغيلية والمالية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية

أ. محمد معتمد محمود(*)

د. جيهان عبد السلام(***)

أ.د. سالي فريد(**)

• ملخص:

إن القدرة التمويلية التي توفرها الأسواق المالية هي الغرض الرئيسي لقيام البورصات ونشأتها والعمل علي تطويرها وتحقيق الكفاءة التشغيلية والوظيفية لها من أجل توفير الموارد المالية اللازمة لقيام المشروعات سواء الصغيرة أو المتوسطة أو الكبيرة ،وتوفير سوق منظم وله قانون يحكمه وهيئة تشرف عليه وتراقب عمليات التداول الرسمي به ، مما يعمل علي تقليل المخاطر الناتجة عن الاستثمار .

وتبرز أهمية الدراسة في الدور الفعال لأسواق الأوراق المالية في توفير الدعم التمويلي للشركات والمؤسسات مما يسهم في زيادة الاستثمارات ، واهتمام زامبيا بتدعيم برامج الخصخصة لديها منذ عام 1990.

وتعتمد الدراسة علي المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الاستقرائي في جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بسوق الأوراق المالية في زامبيا والتقارير التي تصدرها الجهات المعنية وتحليلها وتوضيح نقاط القوة والضعف وبيان مدي قدرة زامبيا علي تحقيق الكفاءة التشغيلية والمالية لبورصة لوزاكا.

كما تهدف الدراسة إلي التعرف علي الخصائص التشغيلية والوظيفية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية ، وكذلك التعرف علي الخصائص المالية لها من خلال التعرف علي حجم وسيولة ودرجة التركيز في السوق.

وتتلخص نتائج البحث في قدرة زامبيا علي تطوير الأداء الوظيفي لبورصة لوزاكا للأوراق المالية من خلال وجود قانون للأوراق المالية وذلك ، واعتماد النظام الالكتروني في التداول ، وسرعة عملية التسوية والمقاصة والتي تتم خلال ثلاثة أيام وكذلك استمرار العمل في البورصة

(*) باحث دكتوراه بقسم السياسة والاقتصاد بكلية الدراسات الأفريقية العليا - جامعة القاهرة

(**) أستاذ الاقتصاد بكلية الدراسات الأفريقية العليا - جامعة القاهرة

(***) أستاذ الاقتصاد المساعد بكلية الدراسات الأفريقية العليا - جامعة القاهرة

لخمسة أيام في الأسبوع ، وكذلك قيام زامبيا برفع القيود عن الاستثمار الأجنبي ، ووجود وحدة للإيداع المركزي. السوق فقد ارتفع عدد الشركات من شركتين إلى 24 شركة بنهاية العام 2021 ، وفيما يتعلق بحجم رأس المال السوقي المسجل فقد تطور من 436 مليون دولار أمريكي عام 1995 إلى 4.251 مليار دولار أمريكي في عام 2021 ، وكذلك زيادة نسبة رأس المال السوقي المسجل من 6% إلى 19% خلال الفترة من العام 1995 إلى العام 2022 ، وفيما يتعلق بدرجة التركيز فإن 56% من رأس المال السوقي البورصة يتركز في شركة واحد مما يظهر درجة عالية من التركيز في السوق.

الكلمات المفتاحية: سوق، الأوراق المالية، بورصة، زامبيا



Analysis of the Operational and financial characteristics of the Lusaka Stock Exchange

Mohamed Moatamed Mahmoud

Prof. Dr. Saly Farid Dr. Jihan Abdel Salam

• Abstract

The financing capacity provided by the financial markets is the main purpose for establishing and establishing stock exchanges and working to develop them and achieve their operational and functional efficiency in order to provide the financial resources necessary for the establishment of projects, whether small, medium or large, and to provide an organized market with a law that governs it and a body that supervises it and monitors its official trading operations. Which reduces the risks resulting from investment. The importance of the study highlights the effective role of stock markets in providing financing support to companies and institutions, which contributes to increasing investments, and Zambia's interest in strengthening its privatization programs since 1990. The study relies on the descriptive analytical approach and the inductive approach in collecting data and information related to the stock market in Zambia and the reports issued by the concerned authorities, analyzing them and clarifying the strengths. Weaknesses and demonstrate the extent of Zambia's ability to achieve operational and financial efficiency Lusaka Stock Exchange. The study also aims to identify the operational and functional characteristics of the Lusaka Stock Exchange. As well as identifying its financial characteristics by identifying the size, liquidity and degree of concentration in market. The results of the research are summarized in Zambia's ability to develop the functional performance of the Lusaka Stock Exchange through the presence of a securities law, the adoption of the electronic trading system, the speed of the settlement and clearing process, which takes place within three days, as well as the continuation of work on the stock exchange for five days a week, as well as the establishment of Zambia's With the lifting of restrictions on foreign investment, and the existence of a central innovation unit in the market, the number of companies increased from two companies to 24 companies by the end of the year 2021, and with regard to the size of the registered market capital, it developed from 436 million US dollars

in 1995 to 4.251 billion US dollars in 2021. As well as increasing the percentage of registered market capitalization from 6 to 19% during the period from 1995 to The year 2021, and with regard to the degree of concentration, 56% of the stock market capitalization is concentrated in a company One of which shows a high degree of concentration in the market.

Keywords: financial, Lusaka, Stock Exchange



• مقدمة:

صاحب التطور الذي شهدته العديد من الدول الرأسمالية على اثر الثورة الصناعية تطور أسواق الأوراق المالية وذلك كنتيجة لزيادة الحاجة إلى التمويل، خاصة مع انتشار الشركات الكبيرة ، حيث أنه لم يكن بإمكانها توفير التمويل اللازم لتحقيق أهداف الشركات من داخل المنشأة من خلال الأرباح التي حققتها في الفترات السابقة أو من خلال أصحاب الشركات فقط . كما تعتبر السوق المالية وسيلة لجمع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر¹ ، كما أن النمو السريع المطلوب في الأصول يحتاج إلى توفير تمويل من خارج الشركة أو المؤسسة وهذا يكون عن طريق إصدار الأوراق المالية سواء أسهم أو سندات ، وإلى جانب هذه الأسواق الكبيرة يوجد أيضاً بالمقابل أسواق حديثة العهد استطاعت تطوير نظامها التشغيلي والمؤسسي ، كما سعت العديد من الدول الأفريقية إلى العمل على تطبيق النظم الحديثة في تشغيل البورصات لتحقيق الكفاءة التشغيلية والوظيفية لها ، كما سعت زامبيا إلى تطوير بورصة لوزاكا للأوراق المالية لديها وذلك كما يتضح في هذا البحث من حيث تطوير الأداء التشغيلي والمالي.

أولاً: أهمية الدراسة:

تكتسب الدراسة أهمية متزايدة نظراً لجملة التطورات التي شهدتها البيئة المالية والاستثمارية في القطاع المالي في زامبيا والتي من بينها الرغبة المتزايدة للحكومة في التنفيذ الفعال لما تبقى من برنامج خصخصة مشروعات القطاع العام، وكذا الاهتمام الملحوظ بتطوير المشروعات الحرة، إلى جانب تسويق أدوات الدين العام وزيادة أهمية الشركات المساهمة وازدياد عددها، فضلاً عن النمو الملحوظ للوعي الادخاري والاستثماري لأفراد المجتمع في زامبيا ، كذلك دور الأسواق المالية في توفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية المختلفة والتي تعاني من عجز في التمويل .

1- زينب حسين عوض الله: اقتصاديات النقود والمال (مصر: الدار الجامعية، 1994) ص 187.

ثانياً: الهدف من الدراسة:

تهدف الدراسة إلى التعرف على الخصائص التشغيلية والوظيفية والمالية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية من خلال التعرف على قانون الأوراق المالية وعمليات التسوية والمقاصة بها، والتعرف على الجهة المشرفة على سوق الأوراق المالية، وعدد أيام التداول، ونظام التداول، والقيود على الاستثمار الأجنبي، وعمليات الإيداع المركزي، وكذلك التعرف على الخصائص المالية من خلال معرفة حجم السوق، وسيولة السوق، ودرجة التركيز في السوق.

ثالثاً: إشكالية الدراسة:

على الرغم من سعي زامبيا إلى تطوير الأداء الوظيفي والمالي لبورصة لوزاكا إلا أن سوق الأوراق المالية في زامبيا مازال يعاني من مجموعة من التحديات تتمثل في ضعف السيولة وفي وصغر حجم رأس المال و قلة عدد الشركات المسجلة .

رابعاً: تساؤلات الدراسة:

تحاول الدراسة الإجابة على تساؤل رئيسي وهو هل تطور الأداء التشغيلي لبورصة لوزاكا ؟ ومن هذا المنطلق تحاول الدراسة الرد على التساؤلات الفرعية التالية :

ما أبرز الخصائص التشغيلية لسوق الأوراق المالية في زامبيا ؟

ما هي الخصائص المالية التي تميز بورصة لوزاكا للأوراق المالية ؟

كم درجة التركيز في بورصة لوزاكا للأوراق المالية ؟

خامساً: الإطار الزمني والمكاني:

تم اختيار الفترة الزمنية من عام 1995 حيث أن بورصة لوزاكا تم افتتاحها في عام 1994 ، وقد تم اختيار دولة زامبيا لأنها من الدول الأفريقية التي قامت بتطوير الأداء الوظيفي والمالي لديها.

سادساً: فرضية الدراسة:

أن تطور الأداء الوظيفي يؤثر على الأداء المالي لبورصة لوزاكا للأوراق المالية.



سابعاً: منهجية الدراسة:

تعتمد الدراسة علي المنهج الوصفي التحليلي وكذلك المنهج الاستقرائي ، وذلك لجمع البيانات والمعلومات المتعلقة بالخصائص التشغيلية والوظيفية والمالية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية ، وكذلك التقارير التي تصدرها الجهات المعنية، ومن ثم تحليل الخصائص التشغيلية والمالية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية للوقوف علي نقاط القوة والضعف ومعرفة مدى تطور سوق الأوراق المالية في زامبيا.

ثامناً: خطة الدراسة:

من هذا المنطلق تم تقسيم الدراسة إلي ثلاث محاور كما يلي:

المحور الأول: تحليل الخصائص التشغيلية والوظيفية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية.

المحور الثاني: تحليل الخصائص المالية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية.

المحور الثالث: تحليل لدرجة تركيز السوق في بورصة لوزاكا للأوراق المالية.

المحور الأول : تحليل الخصائص التشغيلية والوظيفية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية

تعتبر الخصائص التشغيلية والوظيفية للبورصة عن المعايير والهيكل التنظيمي للبورصة ، والبنية التحتية لها، ونظام التداول والتكنولوجيا المطبقة في البورصة، كل هذه العوامل وغيرها مثل أيام التداول وعمليات التسوية والمقاصة ، كما يمكن وصف الإطار التنظيمي للبورصة بهذه الخصائص ومعرفة مدى تقدم البورصة من خلالها، وتحقيق الكفاءة التشغيلية والوظيفية لها ¹. وسوف نتعرف علي أهم الخصائص التشغيلية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية فيما يلي :

1- قانون الأوراق المالية :

يعتبر وجود قانون للأوراق المالية من أهم الخصائص التشغيلية والتنظيمية للبورصة، حيث أن وجود قانون ينظم عمل البورصة ويضمن حقوق المساهمين، وينظم

1- جيهان عبدالسلام عباس : تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية في أفريقيا ، دراسة تطبيقية علي بورصة نيروبي للأوراق المالية منذ عام 1993، رسالة ماجستير ، (القاهرة: معهد الدراسات والبحوث الأفريقية، 2013) ،ص.53.

عمليات التداول من أهم الشروط اللازمة لتهيئة المناخ الملائم ، وخلق بيئة مناسبة للعمل وجذب الاستثمار الأجنبي ، وكذلك تحقيق الاستقرار التشريعي والتنظيمي ، وتحديد المسؤوليات والمهام والحقوق والواجبات ، وتفعيل المحاسبة مما يضمن الحقوق للمستثمرين ، ولقد قامت زامبيا منذ بداية عمل البورصة بوضع القانون رقم 38 لعام 1993 وذلك لتنظيم عمل سوق الأوراق المالية لديها .

أ- قانون الأوراق المالية رقم 38 لعام 1993 :

بدأ العمل بقانون الأوراق المالية في 17 ديسمبر عام 1993 وعرف باسم قانون الأوراق المالية ، ولقد جاء القانون لتنظيم وصناعة الأوراق المالية ، وكان القانون بديلاً لقانون الادخار رقم 43 لسنة 1990 ، كما كان الهدف الرئيسي من هذا القانون إنشاء لجنة الأوراق المالية والبورصة، تكون هذه الهيئة هي المشرفة على سوق الأوراق المالية في زامبيا ، كما تضمن القانون أحد عشر جزءاً¹.

ب- قانون الأوراق المالية رقم 41 لعام 2016 :

تلي قانون الأوراق المالية رقم 38 لسنة 1993 قانون جديد وذلك لتطوير سوق المال في زامبيا ولوضع مزيد من الأحكام والمسؤوليات حيث صدر القانون رقم 41 لعام 2016 حيث تضمن هذا القانون مجموعة كبيرة من الإصلاحات الخاصة بتنظيم العمل في سوق الأوراق المالية والضوابط الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية ،لقد تضمن هذا القانون تفصيل شامل لكل المهام والمسؤوليات ومذلك التنظيم الداخلي لسوق الأوراق المالية ، وتنظيم عمل هيئة سوق الأوراق المالية، والإجراءات القانونية والإدارية التي يجب اتباعها من قبل الشركات المدرجة في البورصة .

2 : هيئة سوق المال :

إن وجود هيئة تشرف على عمل سوق الأوراق المالية يعتبر من الضوابط الضرورية لتنظيم عمل سوق الأوراق المالية ، وكذلك مراقبة عمليات تداول الأوراق المالية ،

1- Ministry of Legal Affairs, **The Laws of Zambia Republic of Zambia, Securities Act**, 10 September 2022, at:

<https://www.zambialaws.com/1993/securities-act>



وإحكام الرقابة علي الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ، وضمان الجودة العالية في عمل البورصة ، وكذلك منع الممارسات غير المشروعة في البورصة ، وتقوم بمنح التراخيص اللازمة للعمل وتداول الأوراق المالية ، وكذلك الإشراف العام علي سوق المال والمتعاملين في السوق ، حيث أن وجود هيئة تشرف علي عمل السوق يعتبر من أهم الخصائص التشغيلية والوظيفية لسوق الأوراق المالية ، وقد قامت زامبيا بإصدار قانون الأوراق المالية رقم 38 لعام 1993 والذي تضمن إنشاء لجنة الأوراق المالية والبورصات (Securities and exchange Commission)¹ وهي الهيئة المنوط بها الإشراف علي سوق المال في زامبيا ، كما أن هذه اللجنة مكلفة طبقاً للقانون بجميع المهام الخاصة بالإشراف علي بورصة لوزاكا للأوراق المالية وتسجيل الأوراق المالية ، وكذلك منح التراخيص اللازمة للعمل وتداول الأوراق المالية في البورصة ، كما تقوم بمراقبة التداول في سوق الأوراق المالية، والتأكد من قيام الشركات المدرجة في البورصة بتطبيق الشروط والأحكام التي نص عليها القانون وتطبيقها لمبادئ الحوكمة²

3 : عمليات التسوية والمقاصة :

من الخصائص التشغيلية التي تميز عمل البورصات هو النظام الذي يتم به عمليات التسوية والمقاصة وهل يكون هذا النظام يدوي أم الكتروني ، ومن المعروف أن البورصات المتطورة استطاعت الانتقال من النظام اليدوي في عمليات التسوية والمقاصة إلي النظام الالكتروني ، مما يسهم في سرعة عملية التسوية والمقاصة .

بدأ العمل في بورصة لوزاكا منذ 1994 وهي واحدة من أكثر البورصات تقدماً من الناحية التكنولوجية في منطقة SADC ، لذا فإن عمليات التسوية والمقاصة تتم بشكل الكتروني داخل بورصة لوزاكا للأوراق المالية ، يتم تداول الأسهم والأوراق المالية ذات

1-Taniya Kabaye, "An analysis of the Random Walk Hypothesis: Evidence from the Lusaka Stock Exchange", **Master of Management in Finance and Investment**, (Johannesburg: University of the Witwatersrand, 2014), p.6.

4-Securities and exchange commiss : **About SEC**, 10September2022,at: <https://www.seczambia.org.zm/mission/>

الدخل الثابت في البورصة ، ويتم تنفيذ الصفقات من خلال نظام مطابقة الطلبات ، وتتم عمليات التسوية في بورصة لوزاكا للأوراق المالية خلال ثلاثة أيام ، كما تعمل البورصة على نظام إيداع مركزي للأسهم¹ ، كما قامت زامبيا في 28 ديسمبر 2017 بإطلاق نظام جديد للتسوية والمقاصة يتوافق مع قدرة التواصل مع بنوك التسوية أو المشاركين أو نظام الدفع البنكي المركزي² .

4 : نظام التداول في البورصة :

يتم التداول في أسواق الأوراق المالية بشكل يدوي وذلك في البورصات التقليدية غير المتطورة أما في البورصات المتطورة يتم التداول فيها بشكل إلكتروني ويعتبر التداول الإلكتروني من الخصائص التشغيلية والوظيفية التي تميز البورصات المتطورة ففي بعض البورصات الأفريقية غير المتطورة لازالت إلي الان يتم التداول فيها بشكل يدوي عن طريق المزاد العلني ، أما في بورصة لوزاكا للأوراق المالية فإن عمليات التداول تتم بشكل آلي ، وهو ما يميز النظام التشغيلي لبورصة لوزاكا للأوراق المالية عن غيرها ويبين مدى التطور التكنولوجي الذي استطاعت زامبيا تحقيقه في تشغيل البورصة³ ، كما يضمن سهولة التعامل في السوق، كما أطلقت زامبيا تطبيق إلكتروني يعمل على الهاتف المحمول يمكن المستثمر من الإطلاع على رصيد حسابه ومتابعة حركة

1-Charles Amo Yartey and Charles Komla AdjasAdja: **Stock Market Development in Sub-Saharan Africa: : Critical Issues and Challenges**, Working Paper (Washington DC,International Monetary Fund,No.7, 2007), p.9.

2- Securities and exchange commissi : **Zambia Capital Market Development Master Plan - Draft Final Market Assessment Report...** op.cit., 2020) . P ,56.at :

<https://vdocument.in/zambia-capital-markets-development-master-2020-02-25-i-document-reference-zambia.html?page=1>
<http://www.bourse-consult.com>

- Alessandra Amendola & Marinella Boccia , " Energy and non-energy Commodities: Spillover Effects on African Stock Markets ",**Journal of Statistical and Econometric Methods**, Rome: Vol. 9, No. 4, 2020) .p.105 . at: <https://doi.org/10.47260/jsem/vol947>

3- Amendola ,Alessandra & Marinella Boccia ,op.cit. ,p.9.



التداول يوميا في البورصة ، ومستويات الأسعار وذلك من خلال المتابعة المستمرة من خلال هذا التطبيق الالكتروني .

5 : أيام التداول :

إن زيادة أيام التداول تعتبر فرصة جيدة أمام المستثمرين والشركات في توفير السيولة اللازمة في أي وقت ، والقدرة علي إجراء عملية التداول علي مدار الأسبوع ، لذا فإن زيادة أيام التداول يعتبر من الخصائص التشغيلية الهامة للبورصة ، ونجد أن بورصة لوزاكا للأوراق المالية تعمل خمسة أيام في الأسبوع وذلك من يوم الإثنين إلي يوم الجمعة من الساعة العاشرة صباحا إلي الساعة الثانية عشر ظهرا وهذا ما يميز بورصة لوزاكا للأوراق المالية ، حيث أن البورصات العالمية المتطورة تعمل خمسة أيام في الأسبوع ، وبعض البورصات في أفريقيا تعمل ثلاث أيام في الأسبوع¹.

6 : القيود علي الاستثمار الأجنبي :

يؤدي وجود قيود علي الاستثمار الأجنبي إلي انخفاض نسبة المشاركة الأجنبية في الاستثمار في البورصة ، كما يعتبر رفع القيود عن المشاركة الأجنبية من الخصائص التشغيلية التي تسعى البورصات العالمية المتطورة إلي تطبيقها، وذلك لزيادة كمية الاستثمارات الأجنبية ، في زامبيا لا يوجد قيود علي الاستثمار الأجنبي كما لا يوجد حد أقصى للاستثمار الأجنبي².

7: الإيداع المركزي:

من الخصائص التشغيلية والوظيفية التي تميز عمل البورصات أيضاً وجود وحدة الإيداع المركزي ، حيث تقوم هذه الوحدة بتخصيص حساب لكل مستثمر يتم التسجيل في ذلك الحساب كل ما يملكه المستثمر من أسهم وسندات ، كما يمكن المستثمر من

1- Charles Amo Yartey and Charles Komla AdjasAdja : Stock Market Development in Sub-Saharan Africa: CriticalIssuesandChallenges , OP. Cit., 2007,p.9.

2-United Nations Conference on Trade and Development , **Investment Policy Review Zambia** (New York , United Nations Conference on Trade and Development, 2006) p. 3 .

الإطلاع علي رصيد حسابه في أي وقت ، ويتم أيضاً تسجيل ملكية المستثمر للأصول أو الأوراق المالية التي صدرت عنها صكوك بنظام الإيداع المركزي عن طريق إيداع تلك الصكوك لدي شركة المقاصة المسئولة عن إدارة هذا النظام ، أما بالنسبة إلي الأوراق المالية التي لم يصدر عنها صكوك فإنه يتم تسجيل ملكيتها بنظام الإيداع المركزي بناء علي صك مرفق به بيان الجهة المصدرة لمالكي تلك الأوراق ، كما يمكن للشركة التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة أن تصدر تلك الأوراق لدي هيئة الإيداع المركزي ، وحينما يبيع المستثمر جزء من أوراقه المالية يتم تحويلها من حسابه إلي حساب المشتري ، ولقد قامت زامبيا ابتداء من عام 1996 بإنشاء وحدة للإيداع المركزي يتم من خلالها التواصل مع المتعاملين مع السوق عن طريق شبكة الانترنت .

المحور الثاني : تحليل الخصائص المالية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية

تهتم الدول بتنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية لديها وذلك لتوفير السيولة اللازمة لها ، كما تهتم الدول بزيادة حجم السوق من خلال زيارة عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية وكذلك زيادة حجم رأس المال ، كما أن الدول تهتم بتحقيق السيولة اللازمة في السوق من أجل تحقيق رغبات المستثمرين في أي وقت وتلبية احتياجاتهم المالية ، كما أنه يتم قياس سيولة السوق من خلال قياس نسبة رأس المال المتداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، ويتم أيضاً قياس سيولة السوق من خلال معدل دوران الأسهم¹ .

1 : حجم السوق :

يعتبر قياس حجم السوق مؤشر علي تطور سوق الأوراق المالية في حالة اتساع حجم السوق ، كما أن ضيق أو ضعف السوق وقلة حجم السوق يعتبر مؤشر سلبي يبرهن علي عدم تطور السوق ، ويتم دراسة تطور سوق الأوراق المالية من خلال تحليل حجم السوق ، كما يتم قياس حجم سوق الأوراق المالية من خلال ثلاثة مؤشرات رئيسية كما يلي :

1- جيهان عبد السلام عباس : تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية ، دراسة تطبيقية علي بورصة نيروبي للأوراق المالية منذ عام 1993م، رسالة ماجستير (القاهرة: معهد الدراسات والبحوث الأفريقية ، 2013) ص، 53.



أ - عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية :

إن زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية يعبر عن اتساع حجم السوق ، وكذلك زيادة عدد أوامر الشراء والبيع في السوق ، مما يوفر السيولة اللازمة في يحقق الاستقرار في أسعار الأوراق المالية المتداولة ¹.

تزايد عدد الشركات المدرجة في بورصة لوزاكا للأوراق المالية ، من شركتين عام 1994 إلى نحو 24 شركة في نهاية عام 2021 وذلك كما يتضح من الشكل رقم (1) حيث يتضح ذلك عدد الشركات المدرجة في بورصة لوزاكا للأوراق المالية من 5 شركات عام 1996 إلى 14 شركة عام 2006 ثم تطور عدد الشركات ليصل إلى 24 شركة بحلول شهر ابريل عام 2022،تطور من بين هذه الشركات عدد 4 شركات مدرجة في البورصة ويسيطر عليها مساهمين أجانب يتبعون دولة جنوب أفريقيا ، كما أن قانون الشركات لعام 2017 قد سمح للمستثمرين الأجانب بجواز تسجيل شركة بدون وجود مستثمرين زامبيين ².

يرجع تطور عدد الشركات إلى قيام زامبيا بمجموعة من الحوافز لتهيئة المناخ الاستثماري الملائم حيث قامت بفرض اجراءات ضمان أمان المستثمرين ، كما قامت بموجب اتفاقيات بين دول اتحاد الجنوب الأفريقي لضمان وصول الأسواق بدون رسوم جمركية، كما قامت بإصدار قانون حماية الاستثمار، وكذلك تقديم اصلاحات ضريبية وتخفيض الضرائب علي الشركات ³.

1 -The world Bank : **CorporateGovernanceCountryAssessmentZambia** (Washington DC,The world Bank,December 2006) ,p p 2-3 .

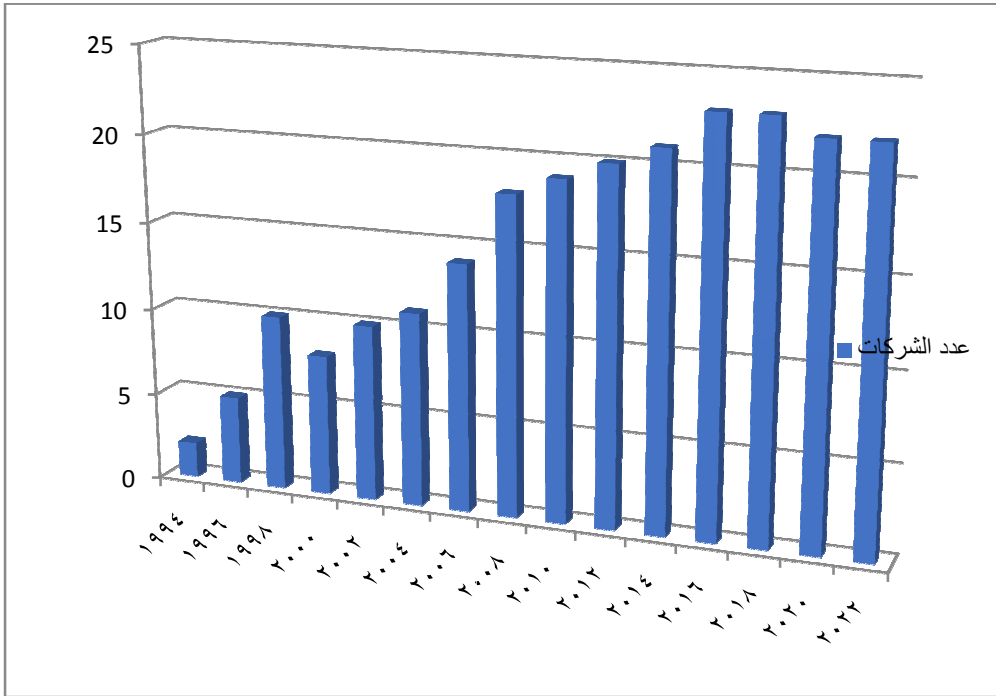
2-Zambia Development Agency, **Starting a BusinessinZambia**, 1 October 2022,at: <https://www.zda.org.zm/index.php/starting-a-business/>

3- Zambia Development Agency: **ZAMBIA'SINVESTOR GUIDE**, (Lusaka: Zambia Development Agency,2012), p.11.

-Securities and exchange commissi: **Zambia Capital Market Development Master Plan-Draft Final Market Assessment Report...** op.cit., 2020,p p .56-57.

شكل رقم (1)

تطور عدد الشركات في بورصة لوزاكا خلال الفترة من عام (1994-2022)



Sources :Ministry of Finance : **Annual Economic Report 2020** ,(Lusaka : Ministry of Finance ,2020) p.54.

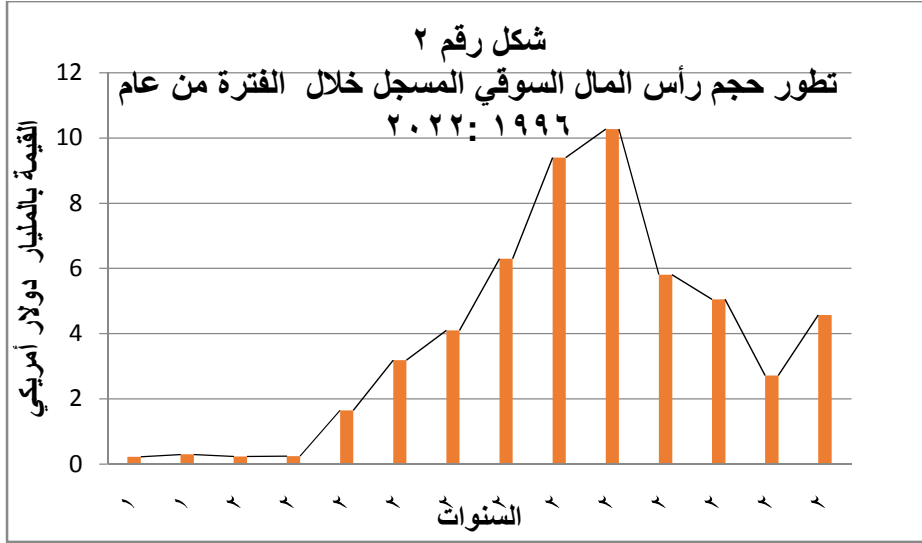
- Zondwayo Banda, **op.cit.**, 2019 , p .394.

- The World Bank: **FinancialSector**, 1 October 2022,at:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?locations=ZM>

ب-حجم رأس المال السوقي المسجل:

يعبر حجم رأس المال السوقي عن عدد الأسهم الإجمالية للشركات المقيدة في البورصة مضروبة في الأسعار السوقية لهذه الأسهم وذلك خلال فترة زمنية معينة عادة تكون سنة ، كما يعبر هذا المؤشر عن حجم الأموال للأوراق المالية المسجلة في البورصة ، وعن قدرة السوق علي تعبئة المدخرات والموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات المختلفة التي تعمل فيها الشركات المقيدة في البورصة ، كما يستخدم كمؤشر علي تطور سوق الأوراق المالية، ولقد سعت زامبيا إلي زيادة حجم رأس المال السوقي لديها حتي وصل إلي المستويات الموضحة في الشكل رقم (2)



تم إعداد الشكل من قبل الباحث استناداً إلى المصادر التالية:

- Ministry of Finance : **Annual Economic Report 2021**, (Lusaka: Ministry of Finance ,2021) p. 63.
- Securities and Exchange Commission: **Annual Report 2016**, (Lusaka : Securities and Exchange Commission ,2016) ,p.18
- Securities and Exchange Commission : **Annual Report 2018**, (Lusaka : Securities and Exchange Commission ,2018) ,p.16.
- The World Bank: **Financial Sector**, 1 October 2022, at:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?locations=ZM>

والذي يظهر تطور حجم رأس المال السوقي المسجل في بورصة لوزاكا للأوراق المالية خلال الفترة من عام 1996 حتي عام 2022، ولقد مر حجم رأس المال السوقي لبورصة لوزاكا للأوراق المالية بثلاث مراحل خلال الفترة من عام 1995 وحتى عام 2021 المرحلة الأولى هي مرحلة نمو وتطور حجم رأس المال السوقي خلال الفترة من العام 1995 إلي العام 2014، ثم المرحلة الثانية وهي انخفاض حجم رأس المال السوقي المسجل خلال الفترة من العام 2015 إلي العام 2020 ثم مرحلة نمو وتطور رأس المال السوقي المسجل في العام 2021 ، وذلك كما يلي:

- المرحلة الأولى:

خلال الفترة من العام 1995 إلي العام 2014 تطور رأس المال السوقي من 436 مليون دولار أمريكي في عام 1995 إلي 10271 مليون دولار أمريكي في عام 2014

، مما يظهر نمو حجم رأس المال السوقي المسجل في بورصة لوزاكا للأوراق المالية ، وقد ظهر ذلك بشكل واضح في الشكل رقم (2) حيث تطور من 236 مليون دولار أمريكي في عام 2000 إلى 2456 مليون دولار أمريكي في عام 2005 ، ثم شهدت البورصة تطور حجم رأس المال السوقي المسجل في عام 2006 حيث وصل إلى 3188 مليون دولار أمريكي ثم تطور ليصل إلى 10271 مليون دولار أمريكي في عام 2014 ، كانت هذه الزيادة في حجم رأس المال السوقي المسجل خلال هذه الفترة نتيجة زيادة عدد الشركات وزيادة نشاطها في القطاعات الاقتصادية ، حيث زاد عدد الشركات المدرجة في البورصة من شركتين إلى 21 شركة في نهاية العام 2014¹ ، وكذلك نتيجة الزام إرشادات الاستثمار في عام 2011 بضرورة استثمار ما لا يقل عن 5% ولا يزيد عن 75% من أموال صناديق المعاشات في البورصة مما حقق قفزة كبيرة في حجم رأس المال السوقي وحجم الأموال المستثمرة في البورصة² ، وقد ارتفعت أسعار الأسهم في عام 2015 بنسبة 333% بسبب عملية التوحيد والاندماج وإدارة بعض عمليات الاستثمار من قبل مديري الصناديق ضمن مخططات الاستثمار الجماعي³ .

ولقد شهدت الفترة بعد العام 2011 إلى العام 2014 بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ، فقد بلغ متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال هذه الفترة 6% ، كما شهدت هذه الفترة أيضاً ثبات معدل التضخم ، فقد بلغ متوسط نسبة التضخم 7% سنوياً خلال الفترة من 2011 إلى 2013 ، وكذلك شهدت هذه الفترة انخفاض عجز الموازنة ، ولقد زادت تدفقات الاستثمار الأجنبي في عام 2013 حيث بلغ صافي

1-Zondwayo Banda ,op.cit., 2019 .p 3.94 .

2-Clement Mwaanga and Nsama Musawa ,op.cit., 2017 , p . 1120.

3-Securities and Exchange commissi: **Zambia Capital Market Development Master Plan - Draft Final Market Assessment Report** ... , op . cit., 2020,p.47.

- Securities and Exchange commissi :**Let's Talk Capital Markets Awareness Campaign** (Lusaka: Securities and Exchange commissi, 2020) ,p.26.



التدفقات من الاستثمارات الأجنبية مبلغ وقدره 5,2 مليون دولار أمريكي ، ونتيجة حركة الشراء الكبيرة من قبل الأجانب ارتفعت القيمة السوقية لأسهم وسندات الشركات ¹ .

-المرحلة الثانية:

خلال الفترة من العام 2015 إلى العام 2020 شهدت هذه الفترة انخفاض قيمة رأس المال السوقي المسجل عن الفترة السابقة وذلك كما يتضح من الشكل رقم (2) ، حيث انخفض حجم رأس المال السوقي في نهاية العام 2016 بنسبة انخفاض بلغت 9.14%. وكان هذا الانخفاض في القيمة السوقية يرجع إلى هبوط أسعار الأسهم في بعض الشركات المدرجة في البورصة وذلك نظرا لبيئة اقتصادية صعبة ² حيث وصلت القيمة السوقية إلى 5813 مليون دولار أمريكي مقارنة بالعام 2015 . أما في عام 2017 فقد ارتفعت القيمة السوقية لجميع الأسهم بنسبة 7% في عام 2017 مقارنة بعام 2016 ، حيث بلغت القيمة السوقية 6 مليار و 223 مليون دولار أمريكي ، وذلك بسبب ارتفاع القيمة السوقية لبعض الشركات التي تسيطر على البورصة، وزيادة عدد الصناديق من سبعة صناديق إلى تسعة صناديق ومشاركة أكبر من قبل صغار المستثمرين في برامج الاستثمار الجماعي التي تدار من قبل مديري الصناديق ، حيث شهد عام 2017 زيادة بنسبة 18% في حجم الأموال المستثمرة في الصناديق ضمن برامج الاستثمار الجماعي أما في عام 2018 فقد انخفضت القيمة السوقية بنسبة 19% مقارنة بالعام 2017 ، حيث بلغت حجم رأس المال السوقي المسجل مبلغ 5 مليار و 58 مليون دولار أمريكي في نهاية العام 2018 ويرجع ذلك إلى الانخفاض العام في أسعار الأسهم في كلا من الكيانات المدرجة التالية:

- Investrust Bank PK , Standard Bank Zambia PK , Zanaco, Lafarg , Zccn-Hi.

وفيما يخص برامج الاستثمار الجماعي فلم تشهد نمو كبير في حجم الأموال التي تديرها علي الرغم من زيادة عدد الصناديق إلى أحد عشر صندوقا ³.

1 -Ministry of Finance : **Annual Economic Report,op . cit.,** 2013, p.65.

2 -Securities and Exchange Commission : **AnnualReport 2016,** (Lusaka : Securities and Exchange Commission ,2016) ,p.18

3 -Securities and Exchange Commission : **Annual Report,** (Lusaka : Securities and Exchange Commission ,2018) ,p.16.

وكان أداء سوق الأوراق المالية في عام 2019 متراجع أيضاً وقد بلغ حجم رأس المال السوقي مبلغ قدره 4 مليار و 45 مليون دولار أمريكي، ويرجع ذلك إلى تراجع الأداء الاقتصادي وانخفاض الناتج المحلي الإجمالي إلى 23 مليار دولار أمريكي مقارنة ب 26 مليار دولار أمريكي في عام 2018 ، وعدم استقرار أسعار الصرف وارتفاع معدلات التضخم ، وكلها عوامل أثرت على الأداء الاقتصادي ، وقد أثرت هذه العوامل سلباً على عوائد الاستثمارات ، كما أثر انخفاض قيمة العملة المحلية على أوضاع المستثمرين الأجانب ، بينما أثرت العائدات المرتفعة على الأوراق المالية الحكومية على أداء سوق السندات في الشركات مما جعل إصدار سندات الدين مكلفاً بالنسبة للمصدرين وفي نفس الوقت جعل الأسهم غير جذابة مقارنة بالأوراق الحكومية وأصول سوق المال الأخرى¹ ، وعلي الرغم من ذلك شهد عام 2019 إدراج شركة جديدة ZAZAFFIC بعد 6 سنوات من عدم الاكتتاب العام ، أظهرت أسواق رأس المال مرونتها من خلال إغلاق عام جيد مع الاكتتاب العام الأولي لشركة ZAFFICO دخلت الشركة إلى السوق بإجمالي عدد أسهم يبلغ 160.000.000 بسعر عرض ZMW2.06 وهو ما يعادل ZMW 329.000.000.00 خلال فترة العرض تم استلام 1120 نموذج طلب ناجح لعدد 145.187.623 سهم عادي في ZAFFICO وهو ما يمثل اكتتابات بنسبة 90% من إجمالي عدد الأسهم العادية المعروضة ، استمر هذا التراجع في سوق الأوراق المالية في زامبيا في عام 2020 حيث بلغ حجم رأس المال السوقي المسجل في عام 2020 مبلغ قدره 2717 مليون دولار أمريكي وذلك بسبب الإغلاق العالمي والتأثير القوي على الاقتصاد بسبب تبعات فيروس كورونا حيث تأثر الاقتصاد الزامبي بشكل كبير وانخفاض الناتج المحلي الإجمالي لزامبيا خلال عام 2020 إلى 18 مليار دولار أمريكي ، كما شهدت زامبيا انخفاض عام في أسعار الأسهم وكذلك ظروف الاقتصاد الكلي غير المواتية .

1- Securities and Exchange Commission : **Securities and Exchange commission Media Briefing Write-Up Held on Monday, 17th February 2020** (Lusaka : Securities and Exchange Commission ، 2020)p.1.



- المرحلة الثالثة:

بدأ الاقتصاد الزامبي في التعافي خلال العام 2021 مما جعل رأس المال السوقي المسجل في بورصة لوزاكا يصل إلى 4,251 مليار دولار في نهاية العام 2021 وذلك كما يتضح من الشكل رقم (2) . لقد شهد عام 2021 زيادة الناتج المحلي الإجمالي حيث وصل إلى 21,7 مليار دولار ، حيث تحسن الأداء الاقتصادي عن الأعوام السابقة، وقد انخفض معدل التضخم في نهاية العام 2021 حيث بلغ 16% مقارنة بـ 19% في عام 2020¹ ، كم زادت مخططات الاستثمار الجماعي من 929 مليون كوشا زامبي في عام 2020 إلى 1166 مليون في عام 2021 هو ما يمثل زيادة بنسبة 48% حيث سجلت معظم الصناديق نموا بسبب زيادة عدد المستثمرين من 126.142 في عام 2020 إلى 204.164 في عام 2021² ، إن هذه العوامل السابقة كان لها أثر في زيادة قيمة رأس المال السوقي المسجل في نهاية العام 2021 ، كما واصلت سوق الأسهم المحلية أداءها الإيجابي حيث سجلت الشركات المدرجة نتائج مالية جيدة بسبب التحسن في نشاط الأعمال، حيث كانت الشركات في قطاعات الطاقة والسياحة والتصنيع والبنوك هي المحركات الرئيسية لارتفاع المؤشر العام وقد ارتفع مؤشر Lusaka All-Share (LASI) إلى 7337.8 ، وهو ما يمثل زيادة بنسبة 21.1 في المائة في عام 2022 عن مستوى نهاية عام 2021 ، حيث زادت القيمة السوقية بنسبة 7.8 في المائة لتصل إلى 872.4 مليار ، وكان ذلك نتيجة تحقيق الأرباح في الشركات واسقاط القضايا المرفوعة على بعض الشركات³.

ج-نسبة رأس المال السوقي المسجل إلى الناتج المحلي الإجمالي: تستخدم نسبة رأس المال السوقي المسجل في قياس حجم سوق الأوراق المالية فكما ارتفعت نسبة رأس المال السوقي المسجل إلى الناتج المحلي الإجمالي كلما دل ذلك على كبر حجم السوق ومساهمة سوق الأوراق المالية في الاقتصاد ، وكلما قل حجم السوق ونسبة رأس المال السوقي المسجل في البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي دل على عدم تطور السوق وضعف مساهمته في الاقتصاد، ومن خلال النسب الواردة

1 -Ministry of Finance : AnnualEconomicReport2021....op.cit.,p.52.

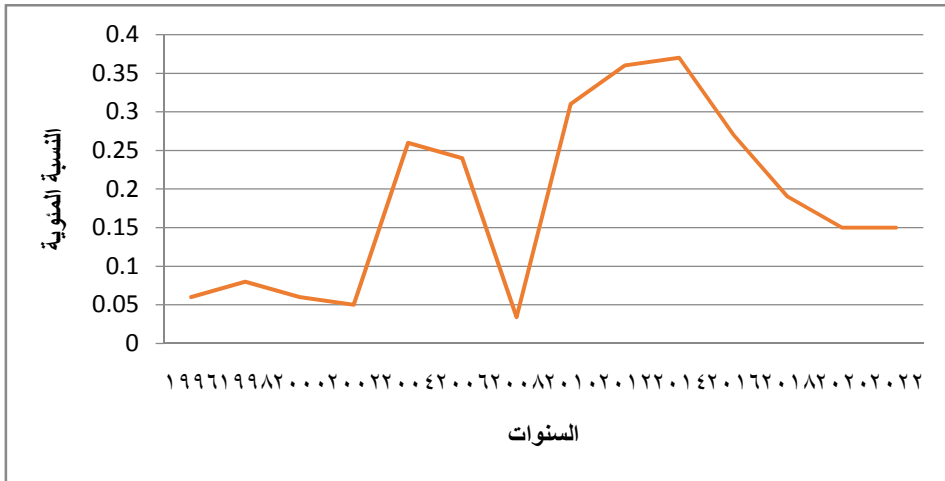
2-ipid,p. 63.

3-Bank of Zambia ,Annual report 2022, (Lusaka: Bank of Zambia,2022), p.18.

في الشكل رقم (3) يتبين لنا تطور نسبة رأس المال السوقي المسجل إلى الناتج المحلي الإجمالي من 6% إلى 19% في نهاية العام 2021 مما يظهر تطور نسبة رأس المال السوقي المسجل إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال هذه السنوات كما يعكس تطور دور البورصة في توفير التعبئة المالية ومساهمتها في الاقتصاد . يتضح من الرسم البياني الشكل رقم (3) تطور نسبة رأس المال السوقي المسجل إلى الناتج المحلي الإجمالي وخاصة في عام 2014 نتيجة نمو الاقتصاد وزيادة الناتج المحلي الإجمالي ، ودخول صناديق التقاعد في الاستثمار في سوق الأوراق المالية وتطور خطط الاستثمار الجماعي ¹ ، كما إن متوسط نسبة رأس المال السوقي المسجل إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال عن الفترة من عام 1995 إلى عام 2009 بلغت 16% ، حيث زيادة عدد الشركات والكيانات المدرجة في بورصة لوزاكا ، ونتيجة للتطور في سوق الأوراق المالية قد وصلت هذه النسبة خلال الفترة من 2010 إلى العام 2021 إلى 27.4% في المتوسط ² .

شكل رقم (3)

تطور نسبة رأس المال السوقي لبورصة لوزاكا إلى الناتج المحلي الإجمالي في زامبيا خلال الفترة من عام (1996-2022)



تم إعداد الشكل استنادا إلى نفس مصادر الشكل رقم (2).

1-Securities and Exchange commissi: **Zambia Capital Market Development Master Plan – Draft Final Market Assessment Report ... ,op . cit., 2020,p.47.**

2- Zondwayo Banda, **op.cit., 2019 , p .394 .**

كما شهدت زامبيا تراجع في نسبة رأس المال السوقي المسجل إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة من العام 2016 إلى العام 2020 وذلك بسبب الظروف الاقتصادية الصعبة التي شهدتها زامبيا في هذه الفترة ، حيث شهد الاقتصاد في زامبيا تراجع في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي حيث بلغ معدل النمو في عام 2015 2,9% وفي العام 2016 بلغ 3,8% وفي عام 2017 بلغ 3,5% وفي عام 2018 بلغ 4% ثم تراجع إلى 1,4% في عام 2019 وفي عام 2020 انخفض إلى -2,8% ثم بدأ الاقتصاد الزامبي في التعافي في عام 2021 وبلغ معدل النمو 3,6% . كما زاد معدل البطالة من 10% عام 2015 إلى 13% عام 2020 . كما بلغت الديون الحكومية 49,4% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2015 . وقد تراجع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من 7,4% عام 2015 إلى -1% عام 2020¹ . ولقد أثرت هذه العوامل الاقتصادية وهذا التراجع في الاقتصاد خلال الفترة السابقة علي سوق الأوراق المالية في زامبيا² .

2: سيولة السوق : يتم دراسة وتحليل سيولة سوق الأوراق المالية لأن سيولة السوق تعكس مدي قدرة السوق علي بيع وشراء الأوراق المالية في وقت قصير ، وتوفير السيولة اللازمة في الوقت المناسب ، ودون أن يؤدي ذلك إلي خلل في الأسعار أو في السوق ، حيث أن استقرار الأسعار وعدم تغيرها بشكل كبير يعكس كفاءة سوق الأوراق المالية ، كما أن كفاءة سوق الأوراق المالية تحقق التوازن بين العرض والطلب وذلك بين أوامر البيع والشراء في السوق ، وتعرف سيولة السوق كما عرفها صندوق النقد الدولي بأنها: " المدى الذي يمكن فيه للأصول المالية أو الأوراق المالية أن تُباع عند إشعار قصير بالقيمة السوقية أو قيمة قريبة منها"³ .

1 -World Bank, **Open Data for the World Bank**, 1October,2022,at:

<https://data.albankaldawli.org/country/ZM>

2 -Securities and Exchange Commission : **Securities and Exchange ecommission Media Briefing**, op, cit, 2020,p. 1.

3- International Monetary Fund :**Money, Credit, andDebt** (Washington D C, International Monetary Fund ,2001) ,p.57.

وتقاس سيولة السوق بالمؤشرات التالية :

أ-نسبة إجمالي القيمة المتداولة للأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي :ويتم قياس هذه النسبة كما يلي : (إجمالي قيمة الأسهم المتداولة/الناتج المحلي الإجمالي) *100 ويعتبر هذا المؤشر جيد حيث أنه يقيس نسبة مساهمة رأس المال المتداول في النمو الاقتصادي .

وكما يتضح من الرسم البياني في الشكل رقم (4) أن نسبة رأس المال المتداول إلى الناتج المحلي الإجمالي كانت أقل من 1% من عام 1995 إلى عام 2012 وهذا يظهر ضعف مساهمة رأس المال المتداول في الناتج المحلي الإجمالي عن تلك الفترة ، ويرجع ذلك إلى قلة الشركات المدرجة في بورصة لوزاكا للأوراق المالية¹ ، ثم ارتفعت هذه النسبة إلى 4% في عام 2014 نتيجة نمو الناتج المحلي الإجمالي وحول مخططات الاستثمار الجماعي في البورصة مما زاد من نشاط الشركات المدرجة في البورصة² ، ثم عاودت نسبة رأس المال المتداول إلى الناتج المحلي الإجمالي الانخفاض لكن بتحسن نسبي خلال العشر سنوات الأخيرة.

40,040.078 دولارا أمريكيا وتم تسجيل تدفق خارجي قدره 45.369,234 دولارا أمريكيا مما أدى إلى وضع صاف سلبي قدره 5,356.153 دولارا أمريكيا ، وفي عام 2019 كان هناك تدفق داخلي قدره 3.826.450 دولارا أمريكيا وتدفق خارجي 4,602,714 دولارا أمريكيا مما أدى إلى وضع صافي سلبي قدره 776.266 دولارا أمريكيا ، يتبين من ذلك أنه في عامي 2018 و 2019 كان هناك مستثمرون أجانب يبيعون مراكزهم المالية في السوق³ ، وبشكل عام تشكل نسبة رأس المال المتداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي نسبة ضعيفة حيث أنها لم تتعدى 4% في أي عام

1 -Zondwayo Banda, **op .cit.**, 2019 , p. 394 .

2- Securities and Exchange Commission: **Zambia Capital Market Development Master Plan - Draft Final Market Assessment Report ... ,op . cit.**, 2020,p.47.

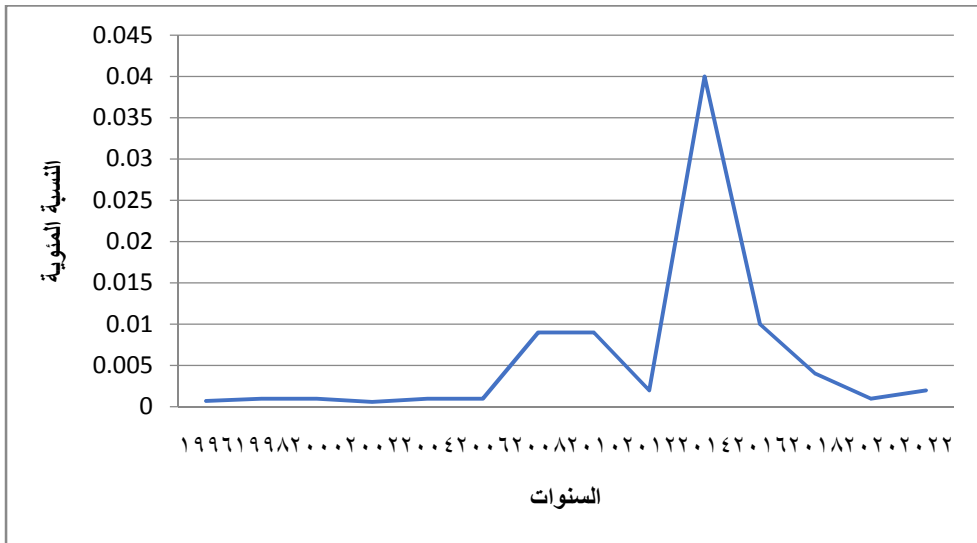
3 -Securities and Exchange Commission: **Securities and Exchange commission Media Briefing...**, **op . cit.**, 2020,p. 2.



من الأعوام وهذا يظهر وجود عقبات تعوق نمو سيولة رأس المال في السوق ، كما تظهر هذه النسب ضعف سيولة السوق في زامبي ، ويرجع السبب في ضعف نسبة رأس المال المتداول إلي الناتج المحلي الإجمالي إلي تأثر سوق الأوراق المالية بالعوامل الاقتصادية الكلية وضعف الاقتصاد في زامبيا حيث ارتفاع العائد علي أذون الخزنة¹ ، وكذلك سيطرة شركة واحدة علي أغلبية السوق بنسبة تعدت 56% مما أثر علي نشاط السوق².

شكل رقم (4)

تطور نسبة رأس المال المتداول إلي الناتج المحلي الإجمالي لزامبيا خلال الفترة من عام (2022:1996)



تم إعداد الشكل استنادا إلى نفس مصادر الشكل رقم (2) .

ب-معدل دوران الأسهم :

معدل دوران الأسهم هو المقياس الثاني المستخدم في قياس سيولة سوق الأوراق المالية ، ويتم قياس معدل الدوران من خلال (إجمالي قيمة الأسهم المتداولة /إجمالي

1-Securities and Exchange Commission: **Securities and Exchange commission Media Briefing ...**, op.cit., 2020,p. 2.

-Ministry of Finance :**Annual Economic Report....** op.cit., 2021,p.77.

2- Price Water Coopers (PWC): **Listed Companies Analysis Report, Op. cit., 2021 ,p.8.**

قيمة رأس المال السوقي المسجل) * 100، ويعكس مؤشر دوران الأسهم نسبة الطلب علي الأوراق المالية في السوق ، وذلك من خلال دخولها عملية التداول¹. كما أنه يتضح من الرسم البياني للشكل رقم (5) أن معدل دوران الأسهم بلغ خلال الفترة من عام 1995 إلي عام 2009 متوسط قدره 1,2% نتيجة ضعف نشاط الشركات المدرجة في البورصة وقلة عددها².

وقد تحسنت هذه النسبة بشكل عام ابتداءً من العام 2012 إلي العام 2021 حتي وصلت في المتوسط 4,9% عن هذه الفترة وهذا يظهر لنا تطور نشاط سوق الأوراق المالية في هذه الفترة خلال العشر سنوات الأخيرة نتيجة التحسن النسبي في الوضع الاقتصادي خلال الفترة من 2011 إلي 2014 وزيادة حجم التداول ونشاط الشركات نتيجة زيادة نمو الناتج المحلي الإجمالي ، فقد بلغ متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال هذه الفترة 6% ، كما شهدت أيضاً هذه الفترة أيضاً ثبات معدل التضخم حيث بلغ متوسط نسبة التضخم 7% سنوياً خلال الفترة من 2011 إلي 2013 ، وكذلك فقد شهدت هذه الفترة انخفاض عجز الموازنة ، وكذلك زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة³ ، ولقد زادت تدفقات الاستثمار الأجنبي في عام 2013 حيث بلغ صافي التدفقات من الاستثمارات الأجنبية مبلغ وقدره 5,2 مليون دولار أمريكي ، ونتيجة حركة الشراء الكبيرة من قبل الأجانب ارتفعت القيمة السوقية لأسهم وسندات الشركات وأيضاً زادت حركة التداول ومعدل دوران الأسهم⁴.

1- جيهان عبد السلام عباس : تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية في أفريقيا، دراسة تطبيقية علي

بورصة نيروبي للأوراق المالية منذ عام 1993، مرجع سبق ذكره، ص.124.

2Securities and Exchange Commission: **Zambia Capital Market Development Master Plan – Draft Final Market Assessment Report** ... ,op . cit., 2020,p.47.

3- The World Bank: **Financial Sector**, 15 October 2022,at:

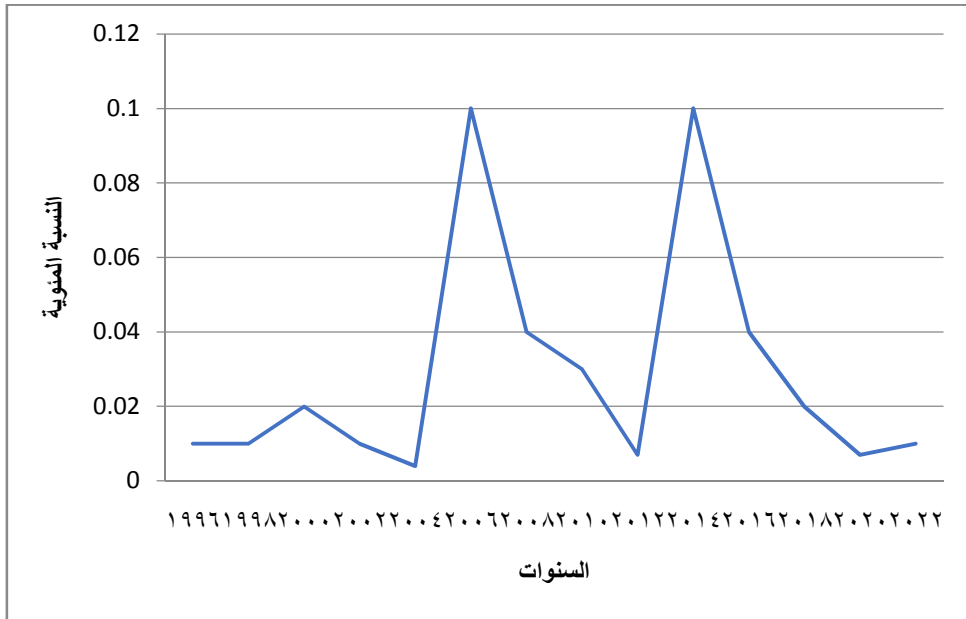
<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?locations=ZM>

4 -Ministry of Finance : **Annual Economic Report 2013** ... , op , cit., p.65.



شكل رقم (5)

معدل دوران الأسهم في بورصة لوزاكا للأوراق المالية خلال الفترة من عام (1996-2022)



تم إعداد الشكل استناداً إلى نفس مصادر الشكل رقم (2) .

ولقد انخفضت السيولة ومعدل الدوران بنسبة 7% في عام 2016 مقارنة بالعام 2015 نتيجة الظروف الاقتصادية الصعبة التي شهدتها زامبيا ابتداءً من عام 2015¹، أما في عام 2017 فقد ازداد معدل دوران الأسهم بنسبة 261% في عام 2017 مقارنة بعام 2016 وترجع هذه الزيادة إلى نشاط بنك Zanaco Bank الذي ساهم بنسبة 77% من إجمالي حجم التداول في بورصة لوزاكا².

أما في عام 2018 فقد انخفضت حجم التداول بنسبة 1% بسبب الانخفاض في أسعار الأسهم وفي نشاط كلا من الكيانات التالية³

1-Securities and Exchange Commission : **Annual Report**, (Lusaka: Securities and Exchange Commission ,2018), p.18.

2-Securities and Exchange Commission: **AnnualReport**, (Lusaka: Securities and Exchange Commission ,2018) ,p.16.

3-Securities and Exchange Commission :**AnnualReport**, (Lusaka: Securities and Exchange Commission ,2018) ,p.16.

Investrust Bank PK , Standard Bank Zambia PK , Zanaco , Lafarg , Zccn-Hi.

وكذلك انخفاض الاستثمارات الأجنبية حيث انخفض صافي التدفقات الأجنبية حوالي 5 مليون دولار أمريكي في عام 2018 وفي عام 2019 انخفض صافي التدفقات من الاستثمارات الأجنبية أكثر من 4 مليون دولار حيث شهد عام 2018 وعلم 2019 خروج استثمارات أجنبية من زامبيا نتيجة الوضع الاقتصادي المتراجع¹.

تحسن نشاط التداول في بورصة لوزاكا في عام 2021 مقارنة بعام 2020 حيث ارتفع المؤشر الخاص بالبورصة بنسبه 55% ليغلق عند 6059,68 مقارنة بمركز الاغلاق عند 3912,23 نقطه في عام 2020 نتيجة تحسن الوضع الاقتصادي وزيادة نشاط الشركات المدرجة في البورصة وزيادة نشاط مخططات الاستثمار الجماعي وصناديق الاستثمار².

المحور الثالث: درجة تركيز السوق :

مؤشر درجة تركيز السوق يستخدم ضمن المؤشرات المستخدمة في التحليل المالي لسوق الأوراق المالية ، ويتم حسابها بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية لإجمالي الشركات ، وهو يقيس مدى وجود احتكار في السوق من عدمه فإذا كانت تسيطر أكبر عشر شركات علي السوق بنسبة كبيرة ، فإن ذلك يدل علي أن السوق محتكر من قبل مجموعة قليلة من الشركات ، وإذا كانت هذه النسبة قليلة دل علي عدم وجود احتكار ، فهو مؤشر علي وجود منافسه في السوق من عدمه . وفي زامبيا يتضح من خلال الجدول رقم (1) أكبر عشر شركات مدرجة في بورصة لوزاكا للأوراق المالية، ولقد بلغت القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة لوزاكا للأوراق المالية في نهاية العام 2020 مبلغ 57,501 مليون كوشا

1-Securities and Exchange Commission: **Securities and Exchange commission Media Briefing op.cit., 2020,p p .12.**

2- Ministry of Finance: **Annual Economic Report 2021..., Op.cit., 2021) p. 63.**



زامبي ، وقد بلغت نسبة رأس المال السوقي لأكبر عشر شركات مدرجة في البورصة في زامبيا حوالي 97% من إجمالي قيمة رأس المال السوقي للشركات المدرجة في بورصة لوزاكا ومازالت تلك الشركات تسيطر علي أكبر نسبة من رأس المال السوقي البورصة وهو ما يظهر احتكار السوق وتركز السوق من قبل أكبر عشر شركات ، بل إن شركة واحدة وهي شركة Shoprite Holdings تسيطر علي حوالي 50% من رأس مال البورصة وهي شركة تعمل في تجارة التجزئة في 17 دولة أفريقيا ولها حوالي 18 منفذ بيع داخل زامبيا لبيع الكثير من الاصناف مثل اللحوم والواجبات الطازجة والفاكهة والبقوليات ، حيث أن رأس المال السوقي المسجل بلغ في عام 2021 مبلغ 32400 مليون كوشا وذلك باستثناء شركة Shoprite Holding أما القيمة السوقية للبورصة شاملة الشركة فقد بلغ 67183 مليون كوشا ، مما يظهر سيطرة هذه الشركة علي حوالي 56% من رأس المال السوقي ¹ ، وبلغ رأس المال السوقي لها في عام 2022 ما قيمته 37846 كوشا زامبي وهو ما يمثل حوالي 50% من رأس مال البورصة ، كما يتبين استحواذ هذه الشركة علي أغلبية السوق مما يظهر درجة عالية جداً من التركيز في السوق ، كما أن حوالي 97% من رأس مال السوق تسيطر عليه أكبر عشر شركات بل إنه يتضح من ذلك أن السوق تركز في العشر شركات الكبرى في السوق ، وهذا يدل علي عدم تنوع الفرص الاستثمارية في زامبيا . وعلي الرغم من تحقيق الكفاءة التشغيلية والوظيفية في بورصة لوزاكا مازال السوق يواجه تحديات وعقبات كبرى ، وأكبر هذه التحديات هي عدم وجود منافسة جيدة في السوق حيث أن السوق كما ظهر في الجدول رقم (1) من سيطرة شركة واحدة علي أغلبية السوق ، وباقي السوق تسيطر عليه باقي التسع شركات.

1- Ministry of Finance: Annual Economic Report 2021 ..., op, cit., p.73.

جدول رقم (1): أكبر عشر شركات مدرجة في بورصة لوزاكا للأوراق المالية في عام 2022

م	الشركة	رأس المال السوقي (بالمليون كوشا)
1	Shoprite Holdings	37846
2	Copperbelt Energy Corporation	6143
3	ZCCM Investment Holdings	6107
4	Zambia Sugar	5698
5	Zambia National Commercial Bank	4606
6	Zambian Breweries	3824
7	Lafarge Cement Zambia	2677
8	Standard Chartered Bank Zambia	2200
9	Airtel Networks Zambia	1794
10	Zambia Forestry and Forest Industries Corporation (ZAFFICO)	1004

Source: Price Water Coopers, (PWC), Listed Companies Analysis Report, op.cit., 2022).p 8 . at: [http:// www.pwc.com/zm](http://www.pwc.com/zm)

• خاتمة الدراسة:

لقد كان الهدف الرئيسي من الدراسة التعرف علي دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي في زامبيا منذ عام 1994 م ، وقياس العلاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في زامبيا . ولقد تم تناول البحث من خلال ثلاث محاور وتوصلت لما يلي:

- تناول المحور الأول تحليل الخصائص التشغيلية والوظيفية لبورصة لوزاكا للأوراق المالية ، وتناول المحور الثاني تحليل الخصائص المالية لبورصة لوزاكا ، وتناول المحور الثالث درجة تركيز السوق وخلصت النتائج إلي تطور النظام التشغيلي



لبورصة لوزاكا للأوراق المالية حيث تبين وجود قانون للأوراق المالية وذلك لتنظيم التعامل في سوق الأوراق المالية وكذلك لحماية السوق والمتعاملين في السوق، وكذلك اعتماد النظام الإلكتروني في التداول ، وسرعة عملية التسوية والمقاصة والتي تتم خلال ثلاثة أيام وكذلك استمرار العمل في البورصة لخمس أيام في الأسبوع ، وكذلك قيام زامبيا برفع القيود عن الاستثمار الأجنبي ، ووجود وحدة للإيداع المركزي " وتعتبر هذه الخصائص التي توفرت في بورصة لوزاكا من أبرز نقاط القوة " .

- وفيما يتعلق بحجم السوق فقد ارتفع عدد الشركات من شركتين إلى 24 شركة بنهاية العام 2021 وذلك بفضل قانون الشركات خاصة فيما يتعلق بالسماح للأجانب بجواز تسجيل شركات بدون وجود مستثمرين زامبيين بها ، وكذلك تقديم مجموعة من الحوافز مثل إصدار قانون حماية الاستثمار والإصلاحات الضريبية. وفيما يتعلق بحجم رأس المال السوقي المسجل فقد تطور من 436 مليون دولار أمريكي عام 1995 إلى 4.251 مليار دولار أمريكي في عام 2021 وذلك نتيجة زيادة عدد الشركات وزيادة نشاط القطاعات الاقتصادية والزام صناديق المعاشات لاستثمار نسبة لا تقل عن 5% ولا تزيد عن 75% من أموالها في البورصة ، وكذلك زيادة مخططات الاستثمار الجماعي ونشاط الاندماج والتوحد بين الشركات ، كما زيادة نتيجة تلك الأسباب نسبة رأس المال السوقي المسجل من 6% إلى 19% خلال الفترة من العام 1995 إلى العام 2021. أما عن سيولة السوق فلم تتعدى نسبة رأس المال المتداول إلى الناتج المحلي الإجمالي الزامبي نسبة 4% وذلك خلال الفترة من 1995 إلى 2021 وذلك بسبب التأثير بالعوامل الاقتصادية الكلية وكذلك سيطرة شركة واحدة علي ما يقرب من 56% من حجم رأس المال السوقي المسجل في بورصة لوزاكا مما يعنى تركيز السوق ، كما أثرت تلك الأسباب علي حدوث ضعف أيضا في معدل الدوران حيث بلغ متوسط معدل الدوران نسبة 1.2% خلال الفترة من العام 1995 الى العام 2009 ثم ارتفع إلي 4% خلال الفترة من 2011 إلى 2022.

- وفيما يخص درجة تركيز السوق والتي تعبر عن وجود احتكار من عدمه فيتبين وجود تركيز في السوق حيث يسيطر على السوق أكبر عشر شركات بل أن شركة Shoprite Holdings تسيطر وحدها علي نسبة 56% من حجم رأس المال السوقي المسجل " ويعتبر تركيز السوق من أكبر نقاط الضعف لدى بورصة لوزاكا.

• التوصيات:

- يجب الاهتمام المستمر بتطوير سوق الأوراق المالية كوسيلة لتحقيق النمو الاقتصادي: وذلك نتيجة لدور الأسواق المالية في توفير الأسواق المالية التمويل اللازم للاستثمار والذي يترتب عليه زيادة الإنتاج مما يحقق زيادة في الناتج المحلي الإجمالي وزيادة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.
- يجب دمج سوق الأوراق المالية أو دمجها في النظام الاقتصادي بأكمله : بحيث يتم أخذها في الاعتبار عند رسم السياسات الاقتصادية الكلية ووضعها في الاعتبار عند اتخاذ القرارات المتعلقة بتحقيق استقرار أسعار الصرف ، وخفض سعر الفائدة حيث يجب العمل علي خفض معدلات الفائدة لأن الفائدة المرتفعة تجذب رأس المال إلي ادخارها في البنوك وعدم المشاركة في الاستثمار في البورصة فيجب العمل علي مواجهة ذلك من أجل تشجيع الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- يجب بذل جهود هادفة وذلك لضمان عمل سوق الأوراق المالية بكفاءة وفعالية وكذلك العمل علي تنويع السوق ومنع تركيز السوق في عدد قليل من الشركات.
- العمل علي تشجيع الادخار من أجل زيادة حجم الأموال الموجهة إلي الاستثمار، و العمل علي تحسين سيولة سوق الأوراق المالية عن طريق تحسين المشاركة المحلية على مستوى الأفراد والشركات.



• مراجع الدراسة

- مراجع عربية:

أولاً: الكتب :

1- زينب حسين عوض الله: اقتصاديات النقود والمال (مصر: الدار الجامعية ،1994).

ثانياً: رسائل علمية :

1- جيهان عبد السلام عباس: تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية في أفريقيا، دراسة

تطبيقية علي بورصة نيروبي للأوراق المالية منذ عام 1993، رسالة ماجستير،

(القاهرة: معهد الدراسات والبحوث الأفريقية، 2013) .

- مراجع أجنبية:

A-Articles

- 1) Amendola & Marinella Boccia , " Energy and non-energy Commodities: Spillover Effects on African Stock Markets ", **Journal of Statistical and Econometric Methods**, (Rome : , Vol. 9, No. 4, 2020) .
- 2) International Monetary Fund : Money, Credit, and Debt) Washington D C, International Monetary Fund ,,(2001p.57).
- 3) United Nations Conference on Trade and Development, **Investment Policy Review Zambia** (New York , United Nations Conference on Trade and Development, 2006) .
- 4) – Zambia Development Agency : Zambia's Investor Guide,(Lusaka: Zambia Development Agency,2012).

B-WorkingPaper

- 1) Amo Yartey and Charles Komla AdjasAdja : Stock Market Development in Sub-Saharan Africa: : Critical Issues and Challenges , **WorkingPaper** (Washington DC,International Monetary Fund,No.7, 2007) .

C-Reports:

- 1) International Monetary Fund : Money, Credit, and Debt) Washington D C, International Monetary Fund ,,(2001).

- 2) Ministry of Finance: Annual reports (Lusaka: Ministry of Finance , different versions).
- 3) PriceWaterCoopers(PWC) : **Listed Companies Analysis Report** , (London : PriceWaterCoopers, September 2021).
- 4) The world Bank : Corporate Governance Country Assessment Zambia (Washington DC,The world Bank,December 2006) .
- 5) Securities & exchange Commissions :**TheSecurities Acts** (Lusaka : Securities & exchange Commission,2016) .
- 6) Securities and Exchange Commission : Annual reports, (Lusaka : Securities and Exchange Commission ,different versions) .
- 7) Securities and Exchange commissi :**The Securities (Green Bonds) Guidelines, 2019** (Lusaka: Securities and Exchange commissi,2019).
- 8) Securities and Exchange commissi :**The Securities Collective Investment Schemes Authorisation Regulations, 2020**,(Lusaka: Securities and Exchange commissi,2020).
- 9) Securities and Exchange commissi: **Zambia Capital Market Development Master Plan - Draft Final Market Assessment Report, Submitted to FSD Africa and SEC Zambia**, (Lusaka : Securities and Exchange commissi ,10 January 2020) .
- 10) Securities and Exchange Commission: **Projecting Investors in the Capital Markets**, (Lusaka: Securities and Exchange Commission, 2020).
- 11) Zambia Development Agency: **Zambia's Investor Guide**, (Lusaka: Zambia Development Agency,2012).

E-Academicresearch:

- 1) Taniya Kabaye , "An analysis of the Random Walk Hypothesis: Evidence from the Lusaka Stock Exchange",**MasterofManagementinFinanceandInvestment**,(Johannesburg : University of the Witwatersrand, 2014).

F-Internet Sources:

- 1) Ministry of Legal Affairs, **The Laws of Zambia Republic of Zambia** ,Securities Act , 10 September 2022 ,at:

<https://www.zambialaws.com/1993/securities-act>



- 2) Securities and exchange commissi : **AboutSEC**, 10 September 2022,at: <https://www.seczambia.org.zm/mission/>
- 3) World Bank, **OpenDatafortheWorldBank**, 1 October,2022,at: <https://data.albankaldawli.org/country/ZM>
- 4) World Bank: **FinancialSector**, 15 October 2022,at: <https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?locations=ZM>
- 5) Zambia Development Agency, **Starting a BusinessinZambia**, 1 October 2022,at: <https://www.zda.org.zm/index.php/starting-a-business/>

