

نحو سوق مالية يمنية عميقة ومستقرة

د/ عبدالواحد العفوري

كلية العلوم الإدارية

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهمية قيام البورصة اليمنية والذي سيوفر عدداً كبيراً جديداً من أدوات التمويل على طريق حشد وتعبئة المدخرات المحلية واجتذاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة مما سيغني اعطاء قوة دفع جديدة ونوعية ستسرع من وتائر نمو الاقتصاد القومي وستوطد حركة الإصلاح المالي والهيكلية وصولاً بالاقتصاد اليمني إلى نقاط متقدمة في سلم الأداء والتخصيص الأمثل للموارد وتحقيق الاستقرار على المستوى الكلي . كما تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على القضايا التالية :

- ١- التعريف بطبيعة وتصنيفات وظائف الأسواق المالية .
- ٢- دور الأسواق المالية في تشريع النمو الإقتصادي .
- ٣- الأسواق المالية الناشئة .
- ٤- الحالة اليمنية .

إن السوق المالية اليمنية عموماً منتظلة ضعيفة وتفتقر إلى العتث والسيولة الكافيين ، كذلك منتظلة شبه معزولة وتعوزها القنوات المناسبة للإرتباط والتفاعل مع غيرها من الأسواق المالية سواء على الصعيد الأفريقي أو العالمي مالم تسارع الحكومة اليمنية إلى البدء بالتحضيرات اللازمة لانشاء الأسواق الثانوية المنظمة للأوراق المالية وان تهيم المناخات الملائمة الكفيلة بتطورها اللاحق .

مقدمة

يواجه الاقتصاد حاجة متزايدة لمصادر التمويل سواء المحلية او الاجنبية ويعاني هذا الاقتصاد مما يعرف بحالة العجز الثنائي (The twin dificet) والذي يتولد كمحصلة للعجز في كل من الحساب الجاري في ميزان المدفوعات اليمني وعجز الميزانية العامة للدولة

وقد لوحظ ان لجوء الحكومة الى الاستدانة من الخارج بغرض سد العجز في ميزان المدفوعات او الى الاصدار النقدي الجديد لسد العجز في الموازنة العامة للدولة يلحق ضرراً

بالغا بالأوضاع الاقتصادية للبلاد فمن ناحية تراكم مديونية خارجية كبيرة تستوجب تخصيص اموال ضخمة لخدمتها في السنوات القادمة هذا عدا عن التقليل الشديد لامكانية الحصول على القروض الخارجية وخصوصا الميسرة خلال السنوات الاخيرة ، ومن ناحية ثانية فان استمرار تمويل عجز الموازنة عن طريق الاصدار النقدي الجديد يؤدي الى رفع مستويات السيولة المحلية في الاقتصاد الامر الذي يعد سؤالا بصورة رئيسية عن معدلات التضخم المرتفعة وبالتالي عن التدهور المستمر لقيمة العملة المحلية وعن نطاق ضخم ومتنوع من التشوهات التي تؤثر سلبا على كل من الصعيدين الاقتصادي والاجتماعي .

ولا يفوتنا هنا الاشارة الى الظروف الصعبة التي يعمل في ظلها قطاع الوساطة المالية التقليدي في اليمن حيث يواجه معوقات شتى ابرزها تردي البيئة القضائية فيما يتعلق بالمعاملات المالية والمصرفية وغياب قاعدة المعلومات الكافية عن المراكز للعملاء وارتفاع درجة المخاطرة ، وتختلف اساليب العمل الفنية وغياب الوسائل التكنولوجية الحديثة لدى البنوك المحلية وشحة الكادر المصرفي المؤهل تاهيلا عاليا وهو الامر الذي يؤدي الى محدودية الطاقة التمويلية المتاحة لدى هذه البنوك والمؤسسات المالية وبالتالي الى محدودية دورها في تمويل عملية التنمية الاقتصادية وعلى الرغم من الاهمية القصوى لتصحيح واصلاح الاوضاع المذكورة بالنسبة للوساطة المالية التقليدية ، فان السوق المالية اليمنية عموما ستظل ضعيفة وتفتقر الى العمق والسيولة الكافيين ، كذلك ستظل شبه معزولة وتعوزها القنوات المناسبة للارتباط والتفاعل مع غيرها من الاسواق المالية سواء على الصعيد الاقليمي او العالمي مالم تسارع الحكومة اليمنية الى البدء بالتحضيرات اللازمة لانشاء الاسواق الثانوية المنظمة للاوراق المالية وان تهني المناخات الملائمة الكفيلة بتطورها اللاحق

ان قيام البورصة اليمنية سيوفر عددا كبيرا وجديدا من ادوات التمويل على طريق حشد وتعبئة المدخرات المحلية واجتذاب الاستثمارات الاجنبية المباشرة مما سيعني اعطاء قوة دفع جديدة ونوعية ستسرع من وتائر نمو الاقتصاد القومي وستوطد حركة الاصلاح المالي

والهيكلية وصولا بالاقتصاد اليمني الى نقاط متقدمة في سلم الاداء والتخصيص الامثل للموارد وتحقيق الاستقرار على المستوى الكلي .

وتهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على القضايا التالية :

اولا : التعريف بطبيعة وتصنيفات ووظائف الاسواق المالية .

ثانيا : دور الاسواق المالية في تسريع النمو الاقتصادي .

ثالثا : الاسواق المالية الناشئة .

رابعا : الحالة اليمنية .

اولا : الاسواق المالية :

تحتل الاسواق المالية عموما موقع القلب من الجسد بالنسبة للاقتصادات الحديثة ويظهر هذا الامر جليا في نموذج دورة الدخول والمنتجات لاقتصاد مفتوح ومتطور بحيث ان النصيب الاعظم من المدخرات يحققها في الاساس افراد القطاع العائلي او الوحدات السني تحقق فوائض في الوقت الذي ينفذ فيه قطاع المشروعات (الشركات) النصيب الاعظم من الاستثمارات فانه من الضروري وجود منظومة من الاليات التي تضطلع بنقل او بتحريرك تدفقات الاعمول النقدية من الطرف الاول الى الطرف الثاني ، وهذه الاليات تحديدا هسي التي تتكون بفضل ووظائف الاسواق المالية.

" وتعرف الاسواق المالية بانها المكان الذي يتم فيه خلق وتداول الاصول والالتزامات المالية ، والاسواق المالية يتم من خلالها بطريق مباشر او غير مباشر تدفق الاموال من الوحدات ذات الفائض المالي من القطاعات او الوحدات المدخرة الى الوحدات ذات العجز المالي - القطاعات او الوحدات المستثمرة - وبدون هذه الاسواق لايتساح للوحدات المستثمرة تمويل أي انفاق اكثر من دخولها الحالية الا بالسحب من مدخراتها السابقة ان وجدت " (١)

وتتكون الاسواق المالية من مجموعة متنوعة من القنوات التي تنتقل خلالها الموارد النقدية وذلك من خلال المدخرات التي تقرضها .

ويمكن تقسيم هذه القنوات الى مجموعتين رئيسيتين وتنتسب الى المجموعة الفرعية الاولى ما يعرف او ما يسمى بقنوات التمويل المباشر ، بمعنى تلك القنوات التي ينتقل من خلالها الموارد المالية مباشرة من خلال المدخرات الى مقترضها .

وبامكاننا ان نفرّد مجموعتين فرعيتين لطرق التمويل المباشر الاولى وهي مجموعة التمويل الرأسمالي وتندرج تحت هذه المجموعة اية اتفاقية يتم من خلالها حصول الشركة (او المشروع) على الموارد النقدية لاجل القيام بالاستثمارات المطلوبة بمقابل تقديم الحق في المشاركة في حصة معينة من ملكية هذه الشركة واكثر الامثلة وضوحا على هذا النوع من التمويل هو قيام المؤسسات ببيع الاسهم العادية (البسيطة) والسهم كما هو معروف عبارة عن شهادة بالمشاركة في حصة معينة من ملكية المؤسسة (الشركة) تعطى للمالكها الحق في الحصول على حصة من الارباح التي تحصل عليها هذه المؤسسة . (٢)

اما المجموعة الفرعية الثانية من طرق التمويل المباشر فتتمثل بالتمويل عن طريق الحصول على الدين (Dept Finance) وينتمي الى هذا النوع من الاتفاقيات اية اتفاقية تحصل بموجبها الشركة على الموارد النقدية لاجل القيام بالاستثمارات المطلوبة بمقابل الالتزام بدفع هذه الموارد في المستقبل وبالفائدة المتفق عليها . وذلك في ظل عدم حصول المقرض على أي حق في ملكية الشركة ، ويمثل اصدار وبيع السندات المالية المثال النموذجي على هذه الحالة بمعنى اصدار شهادة تعبر عن الالتزام بدفع الدين خلال عدد محدد من السنوات مع الفائدة المتفق عليها ، ويتم هذا وفق جدول زمني متفقا عليه مسبقا .

وتعرف هذه الاسهم والسندات وعددا آخر متنوع من الادوات المالية للتمويل المباشر بالاوراق المالية (٢)

اما بالنسبة للمجموعة الثانية من قنوات سوق المال فهي تعرف بقنوات التمويل الغير مباشر وفي حالة التمويل بالطريقة غير المباشرة فان الموارد تتحول من افراد القطاع

العائلي باتجاه الشركات مرورا عبر مؤسسات ذات طابع خاص من بينها على سبيل المثال البنوك ، الصناديق التعاونية ، شركات التأمين وتسمى هذه المؤسسات بالوسطاء الماليين ، وما يهمنا هنا هو النوع الاول من طرق التمويل وادواته المختلفة المتمثلة بالاوراق المالية.

٢ -- تقسيمات شائعة للاسواق المالية :

وفي العادة فان هناك سوقين للاوراق المالية وهي السوق الاولى والسوق الثانوية ويمكن تعريف السوق الاولى (**Primary Market**) للاوراق المالية على انها قيسام المصدرين انفسهم للاوراق المالية بيعها لجمهور او بتعبير ادق للعملاء (المشتريين) وذلك مثل بيع الخزانة الامريكية للاوراق المالية للحكومة الفيدرالية او كما هو حاصل في اليمين (منذ فترة قصيرة) بقيام البنك المركزي اليمني بنوعا من عمليات السوق المفتوحة من خلال توسطه في بيع اذون قصيرة الاجل للخزانة اليمنية .

اما السوق الثانوية (**Secondary Market**) فهي عبارة عن قيام الوسطاء الماليين المعروفين بـ (**Delers**) و (**Brokers**) ببيع وشراء الاوراق المالية المصدرة في التداول.

وتقسيم الاسواق المالية الى اسواق اولية واسواق ثانوية ليس التقسيم الوحيد في هذا الصدد فهناك تقسيم ثاني لهذا الاسواق يصنفها الى اسواق المال (النقد) (**Money Markets**) واسواق راس المال (**Capital Markets**) المالية وتقسيم ثالث يفصل بين اسواق القروض (**Loans Markets**) واسواق الاوراق المالية (**Securities Markets**) . (٤)

والفرقة بالنسبة للتقسيم الثاني تستند بصورة اساسية الى العامل الزمني في اسواق النقد او الاسواق المالية تشمل عادة تبادل الالتزامات المالية قصيرة الاجل أي ان هذه السوق مخصصة للاموال قصيرة الاجل حيث تتقابل فيها الوحدات ذات الفسائض المالي المؤقت مع الوحدات ذات العجز المالي المؤقت ومن اهم ادوات سوق النقد اذونات

الخزانة (Treasury Bills) والاوراق التجارية (Commercial papers) والقبولات المصرفية (Bankers Acceptances) وشهادات الابداع (Certificates of Deposit) (٥)، وعادة ماتكون مدة استحقاق الاوراق المالية المشار اليها اقل من سنة، بينما ينصرف مفهوم اسواق راس المال ليشمل تلك الاسواق السقي يتسم فيها تداول الالتزامات المالية طويلة الاجل كالاسهم والسندات وصكوك التمويل والقروض بمعنى الاصول المالية التي تستحق الدفع بعد سنة او التي ليس لها تاريخ استحقاق محدد كالاسهم ومن ابرز ادوات سوق راس المال الاسهم والسندات، اما بالنسبة للتقسيم الثالث للاسواق المالية فيستند الى طبيعة العلاقة بين الوحدات ذات الفائض والوحدات ذات العجز ففسي حالة القروض يقتضي الامر التفاوض المباشر بين الوحدات وعمل عقد يخضع لشروط محددة لتحديد العائد وتاريخ الاستحقاق وخلافه كما ان قابلية القروض للبيع في حالة رغبة المقرض القيام بذلك ضعيفة وبالتالي فهي اقل سيولة من الاوراق المالية.

وبالطبع فان الامر يختلف في حالة الاوراق المالية حيث تقوم الوحدات ذات العجز المالي بما في ذلك الحكومة باصدار الاوراق المالية المختلفة وتعرضها على المشتريين - الوحدات ذات الفائض المالي - ويتم تداول هذه الاوراق في الاسواق المالية بدون المفاوضات المباشرة بين الوحدات كما في حالة القروض بالاضافة الى ان هذه الاوراق تتمتع بتقابلية بيعها في الاسواق الثانوية في حالة رغبة مالكيها في الحصول على السيولة النقدية او استبدالها باصول مالية اخرى .

٣- وظائف ومزايا الاسواق المالية:

ونضطلع الاسواق المالية بالقيام بوظيفتين اساسيتين الاولى هي الوظيفة الاقتصادية والمتمثلة بتوفير القنوات اللازمة لانتقال الموارد الاقتصادية الحقيقية من ملاكها الحاليين الذين لا يفضلون استخدامها في الوقت الراهن الى تلك الوحدات التي ترغب في احداث توسعات حقيقية من خلال شراء الآلات والمعدات وتشيد المباني او الحصول على خدمات

العمل وذلك مقابل عائد معين نظير تخليهم عن القوة الشرائية التي يجوزتهم بهدف دعم مداخيلهم في المستقبل حين يحين موعد الاستحقاق اما الوظيفة الثانية للاسواق المالية فهي وظيفة مالية وتمثل في انتقال الاموال من الوحدات ذات الفائض الى الوحدات ذات العجز وهذا هو الوجه الاول لهذه الوظيفة اما الوجه الثاني فهو حصول الوحدات ذات الفائض المالي على اصول مالية مدرة للارادات تمثل بدائل متمرة عن الملكية المباشرة للاصول الحقيقية . (٦)

وبالعودة الى تعريف السوق الاولية للاوراق المالية نجد ان المثال الوارد قد ساوى بين بيع الخزنة الامريكية للاوراق المالية (متنوعة) للحكومة الفيدرالية وبين بيع البنك المركزي اليميني لاذون الخزنة اليمينية قصيرة الاجل (حتى الان) فممارسة هذه العملية في الحالتين تؤدي الى خلق سوقا اولية للاوراق المالية غير ان الخلاف الرئيسي بين العمليتين يتمثل في طبيعة المرحلة اللاحقة لكل منهما فالخزنة الامريكية تقوم ببيع الاوراق المالية السوقية (وهناك اوراق مالية غير سوقية) الى وسطاء ماليين متخصصين وبالذات للطلبات التنافسية المقدمة الى المزاد ويلتحق في دور الوسطاء بعض البنوك التجارية الضخمة (هناك بعض البلدان التي لايجز للبنوك التجارية ممارسة دور الوساطة في اسواق الاوراق المالية منها على سبيل المثال الصين وهي بالمناسبة من الدول التي تتبع سياسة حذرة وتدرجية فيما يتعلق بتطوير اسواقها المالية) او شركات وساطة مالية في الاوراق المالية ، وكذلك شركات متفرقة متخصصة من هذا النوع من الاعمال ، ويقوم هؤلاء الوسطاء بدورهم بالتجارة بالاوراق المالية سواء مع المؤسسات البنكية او شركات التأمين او صناديق التقاعد او الشركات الاجنبية او البنوك التجارية او المركزية الاجنبية .

وعلى سبيل المثال فان أي بنك تجاري يرغب في اتمام صفقة من اذون الخزنة الامريكية او سنداتهما او أي نوع من الاوراق المالية السوقية للحكومة الفيدرالية الامريكية يمكن ان يرتبط هاتفيا بالوسيط الذي يقوم بدوره بتقديم عرض سعر ويتم ابرام الصفقة وفقا لهذا الترتيب بين الوسيط والبنك المعني .

وتقليديا يتم ابرام صفقات بيع الاوراق المالية على هيئة زمر سعرية مشلا الزمرة الواحدة مقابل واحد مليون دولار ، ومن النادر ان يتم بيع اوراق مالية بقيمة تتجاوز ٢٠ مليون دولار مرة واحدة .

ان الفرق الذي ينشأ بين اسعار شراء الوسيط للاوراق المالية الحكومية وبين الاسعار التي يتم بها اعادة بيع هذه الاوراق للعملاء يمثل مصدرا للربح الذي يحصل عليه هؤلاء الوسطاء

وهكذا فعندما تقوم الخزانة الامريكية ببيع اوراق مالية جديدة فانها تكون سورا اولية للاوراق المالية تستمر في بيع وشراء هذه الاوراق المالية وغيرها من اسهم وسندات الشركات خلال الفترة الفاصلة بين تاريخ اصدارها في التداول وتاريخ استحقاقها وتعرف مثل هذه السوق المنظمة بالبورصة الامريكية. (٧)

ومن الثابت بانه كلما ازدادت الاوراق المالية تنوعا كلما اعطت فرص اكبر واكثر تنوعا لاجتذاب المتعاملين حيث يعكس نموها وتنوعها عمق وسيولة البيئة المالية في الاقتصاد المعني ، وتمثل سوق الاوراق المالية الامريكية (Wall Street) اكبر سوقا مالية في العالم وتهيمن على حركة التعاملات في اسواق تبادل القيم في كل المراكز المالية العالمية ، وفي هذا السوق يتم تداول عدد كبير ومتنوع من الاوراق المالية ويشمل اذون الحكومة الفيدرالية قصيرة الاجل اذون الحكومة الفيدرالية متوسطة الاجل ، سندات الحكومة الفيدرالية متوسطة وطويلة الاجل ، الاوراق المالية من اذون وسندات التي تصدرها هيئات الحكم المحلي **Municipal bonds** ، سندات المؤسسات ، الاسهم والاوراق التجارية وكل هذه الانواع من الاوراق المالية تعد تقليدية بالنسبة للسوق الامريكية فقد بدأت في الظهور منذ السبعينات وما بعد اوراقا مالية جديدة مثل السندات الصفرية بمعنى ان تكون الفائدة اخددة على السند صفرا ، الاوراق المالية المضمونة بالرهونات وهي عبارة عن نوع جديد من ادوات التمويل تعطي فرصة للقيام بالاستثمارات الصغيرة من خلال صندوق عام للرهونات . وهناك عقود البيع لاجل (وهي اوراق تنطوي على درجة مخاطرة مرتفعة) ،

كما ظهرت ايضا اوراق العقود الاختيارية وهي تعطي الحق بالحصول على ورقة مالية معينة بالسعر المحدد في العقد وذلك في المستقبل .

كان هذا فيما يتعلق بالحالة الامريكية من مثالنا فماذا عن الحالة اليمينية ؟ ان الذي يلي قيام البنك المركزي اليميني ببيع اذون الخزانة قصيرة الاجل هو قيام المشتري لتلك الاذون بالانتظار والاحتفاظ بها حتى لحظة استحقاقها وذلك للظفر بالعائد الذي يتمثل في سعر الخصم الذي قاموا بموجبه بشراء تلك الاوراق والسبب في عدم قيام هؤلاء المشتريين لممارسة عملية بيع وشراء هذه الاذون وغيرها من الاوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة هو غياب السوق الثانوية للاوراق المالية في اليمن .

بالاضافة الى ماتقدم فان الاسواق المالية توفر لجميع اطراف العملية الاقتصادية مزية التفضيل الزمني بمعنى فرصة اختيار افضل البدائل فيما يتعلق باتخاذ القرارات الخاصة بالاستخدامات قصيرة وطويلة الاجل ويشير التفضيل الزمني للنقود الى قيمة الاموال التي يتم انفاقها الان بالمقارنة بقيمة الاموال المتاحة للانفاق في المستقبل.

فكلما زادت الاسواق المالية عمقا وسيولة كلما اتسعت الامكانية المتاحة سواء امام وحدات الفائض او وحدات العجز لاستخدام افضل السبل وذلك لتوظيف الفائض لتغطية العجز بمعنى بلوغ اقصى ما يمكن بلوغه من الرشادة في تخصيص (توزيع) الموارد المالية.

اما المزية الاخرى الهامة التي تتيحها اسواق الاوراق المالية فهي توزيع مخاطر التوظيف (Employment Risks) ومخاطر الاستثمار (Investment Risks) وذلك من خلال خلق وتوزيع الاوراق المالية وهناك ايضا مزية تنويع المخاطر التي توفرها الاسواق المالية من خلال المزيج الكبير والتنوع من الاوراق المالية المختلفة حيث انه كلما تنوعت محتويات المحفظة بصورة اكبر كلما تم التقليل تبعاً لذلك من عامل المخاطرة .(٨)

ثانيا : دور الاسواق المالية في تسريع النمو الاقتصادي

١ - تدفق الاستثمار الاجنبي المباشر :

تمثل السوق المالية التي توفر عددا متنوعا من الادوات المالية احد العوامل الهامة في جذب التدفقات الاستثمارية الاجنبية المباشرة ، ومن الملاحظ ان تدفق هذا النوع من الاستثمار الى البلدان النامية قد ارتفع الى اربعة امثال خلال الفترة الممتدة بين ١٩٨٠ - ١٩٨٥ و ١٩٩٢ - ١٩٩٣ وقد زاد بمتوسط سنوي قدره ١٢,٨ مليار دولار خلال الفترة الاولى الى ٥١,٨ مليار دولار خلال الفترة الثانية ثم قفزت الى ٧٠ مليار دولار في العام ١٩٩٤. وبهذا فان نصيب البلدان النامية من مجموع الاستثمار الاجنبي المباشر يكون قد قفز من ٢٠ ٪ خلال النصف الاول من الثمانينات الى ٣٢ ٪ خلال الفترة ١٩٩٢ - ١٩٩٤ وبهذا ارتفعت حصة الاستثمار الاجنبي المباشر في التكوين الراسمالي الاجمالي في البلدان النامية الى اكثر من الضعف فيما بين عامي ١٩٨٦ و ١٩٩٢ وزادت على ٦ ٪ منه في العام ١٩٩٣ (٩) .

تدفقات مختارة من رؤوس الاموال الى البلدان النامية

١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	الثمانينات	السبعينات	الستينات	
63999	44868	34475	12988	3024	304	الاستثمار الاجنبي المباشر الصافي
68569	24250	17505	3353	323	13	الاستثمار في الاوراق المالية
5482	14541	1892	11791	9839	389	الاقراض الصافي من البنوك التجارية
52336	47383	59301	34366	9854	1466	توقفات المنح والقروض الرسمية
208386	131043	113173	62498	23140	2167	الاجمالي

المصدر: نقلا عن مجلة التمويل والتنمية الصادرة عن الصندوق والبنك الدوليين عدد ديسمبر ٩٥ ص ٧

ومن الثابت ان تزايد نمو هذا الشكل من تدفقات رؤوس الاموال التي لاتولد دينيا رافقه تقلص دائم لاشكال التدفق الاخرى ، مثل قروض البنوك التجارية والقروض الثنائية (انظر الجدول اعلاه) لكن من الواضح هو ان زيادة هذا النوع من التدفقات ارتبطت بزيادة الاستثمار في الاوراق المالية ، ويلاحظ ان الزيادة في الاستثمارات الاجنبية المباشرة

في الدول الصناعية انما تتم عن طريق زيادة التعامل الاجنبي في الاوراق المالية لهذه البلدان

ان غياب المناخ الاستثماري الملائم في أي دولة من الدول وغياب سوق منظمة ومتطورة للاوراق المالية والخوف من سيطرة الاجانب على اسهم الشركات المحلية يحرم هذه الدولة من تدفقات الاستثمارات الاجنبية المباشرة سواء في هيئة انشاء مشروعات كاملة او في هيئة الاستثمار في الاوراق المالية .

وبالنظر الى ميزان المدفوعات اليمني للفترة ٩١-١٩٩٥ فاننا لانجد اية اشارة الى تدفقات استثمارية اجنبية مباشرة عدا عن استثمارات شركات النفط الاجنبية حيث بلغت هذه الاخيرة ما قيمته (٦, ٥٨٢) مليون دولار خلال العام ١٩٩١ ثم ارتفعت إلى ٧١٩,٦ مليون دولار في العام ١٩٩٢ وإلى (٣, ٩٠) مليون دولار في العام ١٩٩٣ ثم عادت لتتخفف الى (٩, ١١) مليون دولار في العام ١٩٩٤ وتحولت الى رقم سالب خلال العام ١٩٩٥ .

والحقيقة انه بالنسبة لاستثمارات شركات النفط الاجنبية لا ينظر اليها على انها استثمارات اجنبية مباشرة فهذه الشركات تتبع في نقل استثماراتها قواعد خاصة جدا هذا من ناحية ومن ناحية اخرى فهذه التدفقات لرأس المال يتولد عنها دينا (تقريبيا) وهو ما يعرف بنفط الكلفة او تكاليف الاستخراج (Cost Oil) حيث ما ان يبدأ استخراج النفط من الموقع المتفق عليه حتى تبدأ هذه الشركات باسترداد ما انفقته على المراحل المختلفة الخاصة بالاستخراج ، واخيرا فان هذه الشركات تتحمل درجة كبيرة من المخاطرة وخصوصا اذا ما تأكد من خلال نتائج المسح الاولي وجود ثروة النفط او الغاز وبالتالي فان تواجدها للعمل داخل البلاد وكذلك حجم استثماراتها قد لا يعكس بصورة كافية مدى ملائمة المناخ الاستثماري القائم في البلد المعني او مدى جاذبيته وامكانية التنسؤ به في المستقبل .

وإذا ما أخذنا الملاحظات المذكورة بعين الاعتبار فإن هذا يعني بأن تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر الى اليمن يكاد لا يذكر .

ان ما استدعي التسريع بانشاء سوقا للاوراق المالية في اليمن ليس فقط لان عدم وجود مثل هذه السوق يحرمها من فرصة استقطاب وجذب الاستثمارات العربية والاجنبية المباشرة ولكنه ايضا يعرقل عملية اندماج الاقتصاد اليمني ضمن النشاط الاقتصادي الاقليمي والعالمي وهو يعني في الوقت نفسه الاكتفاء بدور الوساطة امالية التقليدية التي هي نفسها تعاني من اوضاعا غير مشجعة وكل هذه العوامل تؤدي الى تاخير تطبيع الاوضاع المالية وضعف مستوى رةملة الاقتصاد القومي وتضرب حول الاقتصاد اليمني سسورا مسن العزلة والتخلف عن التطورات الاقتصادية الاقليمية والعالمية .

٢ - استثمارات المحفظة :

على الرغم من وجود بعض المساهمات الاجنبية في بعض الشركات والبنوك اليمنية ووجود استثمارات يمنية في اوراق مالية اجنبية فليس هناك بندا عن استثمارات المحفظة في حساب راس المال في ميزان المدفوعات اليمني ويبدو ان ذلك يعود في الاساس الى الضالسة الشديدة لهذا النوع من تدفقات رؤوس الاموال من والى الجمهورية اليمنية .

لقد ارتفعت القيمة الاجمالية للاوراق المالية المدرجة في جميع اسواق الاوراق المالية في العالم وذلك خلال الفترة ما بين ١٩٨٥ - ١٩٩٥ (٤,٧) تريليون الى (١٥,٢) تريليون دولار وقفزت حصة راس المال المتداول في الاسواق الناشئة من اقل من ٤٪ الى قرابة (١٣٪) كما قفز حجم المعاملات العالمية (الاسهم العالمية) في هذه الاسواق من (٣٪) عام ١٩٨٥ الى (٧٪) العام ١٩٩٥ .

وعلى مستوى البلدان النامية ارتفعت الاستثمارات الاجنبية من الاوراق المالية هسذه البلدان على هيئة قفزات فمن متوسط سنوي (٣,٤) مليار في الثمانينات الى (١٧,٥) مليار دولار في العام ١٩٩١ والى (٢٤,٣) مليار دولار في العام ١٩٩٢ والى (٨٦,٦)

(مليار دولار العام ١٩٩٣ وهي قفزات كبيرة تبرز الدور المتنامي لاسواق الاوراق المالية في اجتذاب الاستثمارات الاجنبية المباشرة وفي حشد التمويل اللازم للاقتصادات القومية للبلدان النامية التي ظلت لفترة طويلة محرومة من هذا النوع من التدفقات المباشرة وذلك يعود بصورة اساسية الى غياب اسواق للاوراق المالية في هذه البلدان وتلكؤها في تبني السياسات التصحيحية الملائمة والقيام بالاصلاحيات الهيكلية المطلوبة وينطبق هذا الامر بدرجة كبيرة على الحالة اليمنية .

والحقيقة ان هذه التطورات لاستثمارات المحفظة خلال سنوات النصف الاول من السبعينات لم تكن مفاجئة فالاتجاه نفسه قد بدأ بالبروز خلال عقد الثمانينات وبالعودة قليلا الى الوراء نجد بان القيمة الاجمالية لحفظة الاسهم العالمية ارتفعت خلال سنوات عقد الثمانينات الى حوالي عشرة اضعاف حيث وصلت مع نهاية العقد الى (١٠,٩) تريليون دولار وقد ارتفعت القيمة الاجمالية الى عشرين ضعفا لتصل الى حوالي (١,٥) تريليون دولار سنويا بحيث فاقت مساحته التداول المحلي ، ومن حيث الحجم فلقد بلغت الزيادة الى حوالي خمسة امثال ماكانت عليه ، وحتى عام ١٩٩٠ كانت تدفق الاستثمار الاجنبي المباشر الى اسواق الاوراق المالية في البلدان النامية مازال محدودا وذلك بسبب المستوى المنخفض لرسملة الاسواق في هذه البلدان حيث لم تتجاوز (٦ ٪) مقارنة باسواق السدول المتقدمة (وقد رأينا كيف زادت هذه التدفقات فيما بعد وذلك على هيئة فزات وتمثل تلك الارقام مجموع الاستثمارات في قطاع الاسهم والسندات وكافة انواع الاوراق المالية) .

(١٠)

وفي قطاع السندات تضاعفت المحفظة الاجمالية الى ثلاثة اضعاف ماكانت عليه خلال اعوام الثمانينات الى ان بلغت (١٠,٦) تريليون دولار عام ١٩٨٩ وقد كان اللافست للنظر مع نهاية الثمانينات وبداية التسعينات ان اتجهت رؤوس الاموال الخاصة في قطاع السندات لكي تتخذ شكل اصدار سندات خارجية من قبل الشركات اقليمية بدلا من حصر تعاملاتها على هيئة مشروعات غير المقيمين للسندات الصادرة محليا . ولقد لاقت هذه العملية

رواجا وزادت اتساعا بفضل التطورات المستمرة التي طرأت على انظمة المدفوعات في البلدان المختلفة والمحاولات المستمرة لاجل المقاربة بين هذه الانظمة .
ان المؤشرات الخاصة باستثمارات الحفظة بالنسبة لاي بلد تعطي انطباعا واضحا عن مدى النجاح الذي حققته هذه الدولة او تلك نتيجة لتبني سياسات مالية اكثر انفتاحا عن طريق تطبيق التشريعات ذات الاثر التشجيعي وتقليل القيود على تحركات رؤوس الاموال وتطوير الاطار المؤسسي القادر بالاضافة الى ترسيخ بيئة اقتصادية كلية مستقرة وسياسات يمكن التنبؤ بنتائجها على المدى المتوسط والبعيد وذلك بما يضمن خلق هيكل مالي يتسم بالمرونة ومستقر وخالي من التشوّهات يساهم في خلق قوة الدفع المناسبة للنمو الاقتصادي بالوتائر المرجوة .

٣ - النمو الاقتصادي واسواق الاوراق المالية :

من الواضح بان وجود اسواق للاوراق المالية يوفر فرصا جديدة ومتنوعة للتنويع بالنسبة للشركات والمشروعات كما يمثل فرصا اوفر حظا للربح بالنسبة للمستثمرين في هذه الاسواق عوضا عن درجة مخاطرة اقل من صنوف الاستثمارات الاخرى .
ان تاثير الاسواق المالية على النمو الاقتصادي يكون من خلال خلق هذه الاسواق للسيولة النقدية وخصوصا بالنسبة لتلك الاستثمارات المربحة وطويلة الاجل وكلما كانت الاسواق اكثر سيولة (بمعنى سهولة الدخول والخروج الى ومن هذه الاسواق) كلما كانت مخاطر الاستثمار في هذه الاسواق اقل لانها توفر لحامل الاسهم المرونة الكافية فيما يتعلق بتخليصهم عن السيولة والعودة للحصول عليها مرة اخرى كما يمكنهم الاستثمار في سوق الاوراق المالية من امتلاك اصول حقيقية (اسهم مقابل راس المال) اضافة الى قيام حاملي الاسهم بالرقابة على اداء الشركات التي يحملون اسهمها سنن خلال متطلبات الشفافية حول أنشطة الشركات المسجلة في السوق وكل هذه العوامل لاشك بانها تدفع بعجلة النمو الاقتصادي الى الافضل .

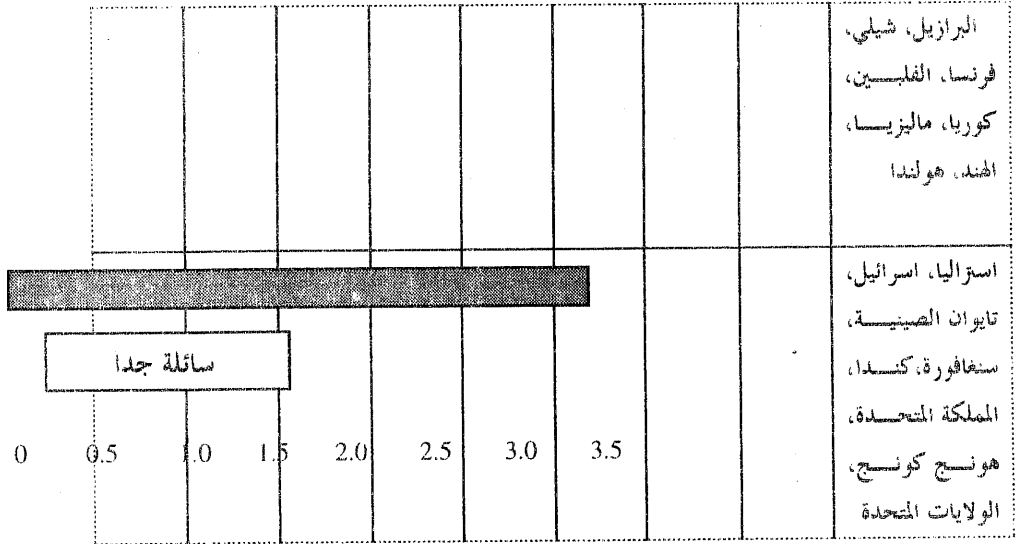
وقد برهنت الأدلة التطبيقية على اقتران زيادة السيولة في اسواق الاوراق المالية بالزيادة في معدلات النمو الاقتصادي حيث قام (دوس ليفين) الباحث الاقتصادي في قسم شئون التمويل وتنمية القطاع الخاص في البنك الدولي بتطبيق ثلاثة مقاييس شائعة عن السيولة في اسواق الاوراق المالية وذلك على (٣٨) بلدا ما بين بلد صناعي ونامي وكانت النتائج كالتالي (١١) :

بالنسبة للمقياس الاول : ويتمثل في نسب القيمة الاجمالية للاسهام المتداولة في السوق المالية لبلد معين الى الناتج المحلي الاجمالي لذلك البلد وبيانها كحصة منه . فكلما كانت هذه النسبة صغيرة كانت عملية بيع وشراء اسهم رأس المال بطيئة بمعنى ان التعامل في البورصة مكلف كثيرا او ان التعامل ينطوي على قدر كبير من المخاطرة ولقد اتضح بان البلدان التي تتمتع اسواقها المالية بسيولة اكثر تكون معدلات النمو الاقتصادي فيها اكبر .

شكل رقم (١) نسبة القيمة المتداولة المبدئية (١٩٧٦) والنمو اللاحق (٧٦-١٩٩٣)

اندونيسيا، البرتغال، الدانمرك، فنزوة، لا، فنلندا، كولومبيا، النرويج، النمسا										
الارجنتين، الاردن، اسبانيا، بلجيكا، تايلاند، زمبابوي، السويد، كسمبرج، المكسيك، اليونان										
المانيا، ايطاليا،										

سائلة



نصيب الفرد السنوي من نمو الناتج اقليمي الاجمالي

المصدر: مجلة التمويل والتنمية (الصندوق-البنك) الدولي. مارس ١٩٩٦ ص ٨

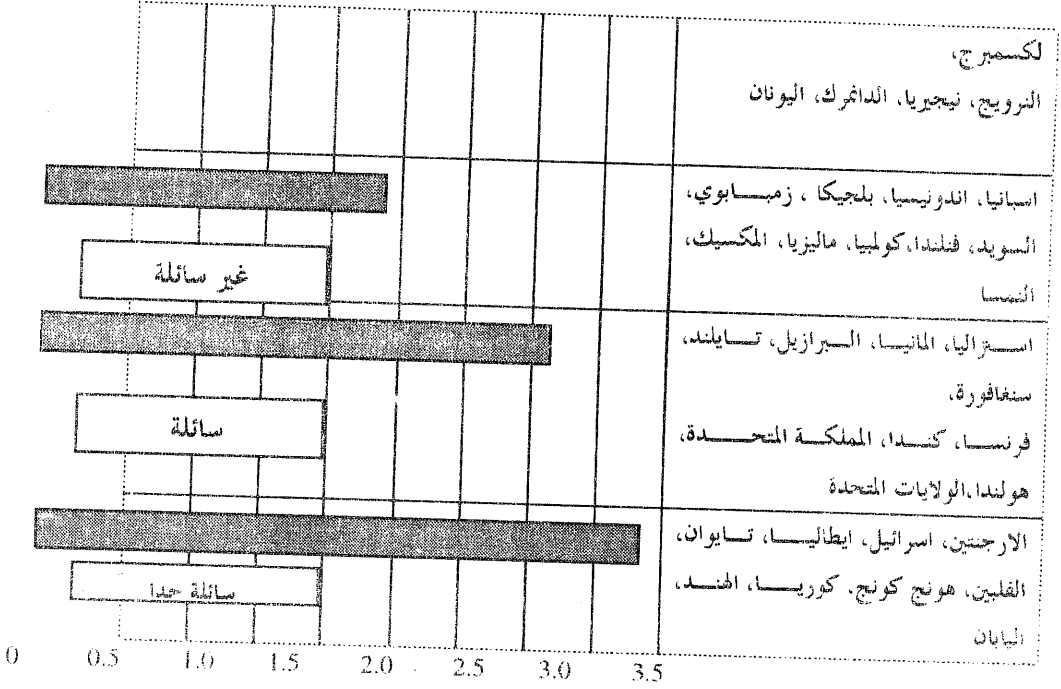
المقياس الثاني :

وهو عبارة عن قيمة الاسهم المتداولة كنسبة مئوية من القيمة الاجمالية لراس المال المتداول في السوق (قيمة الاسهم المدرجة في السوق) وتستخدم هذه النسبة لسدورة راس المال لقياس حجم المعاملات بالنسبة لحجم سوق الاوراق المالية وقد اتضح بان زيادة دورة راس المال تؤثر باتجاه او تنجبا بمعدل نمو اسرع. شكل رقم (٢)

حجم الدوران المبدئي (١٩٧٦) والنمو الاقتصادي اللاحق (٧٦-٩٣)



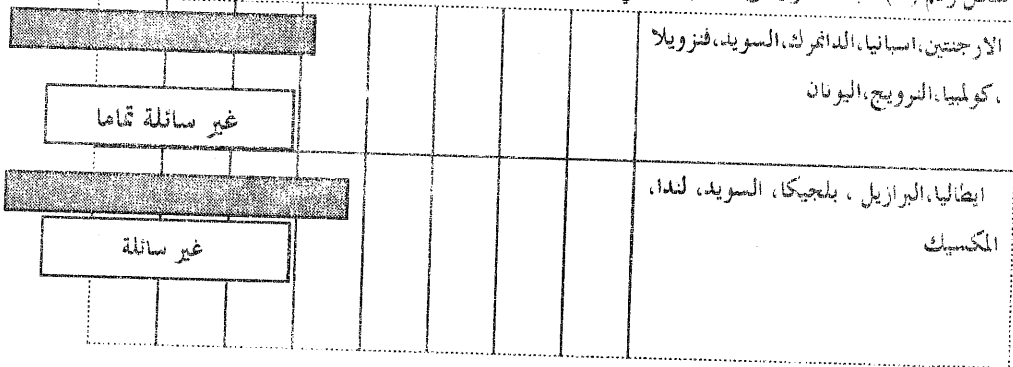
غير سائلة تماما

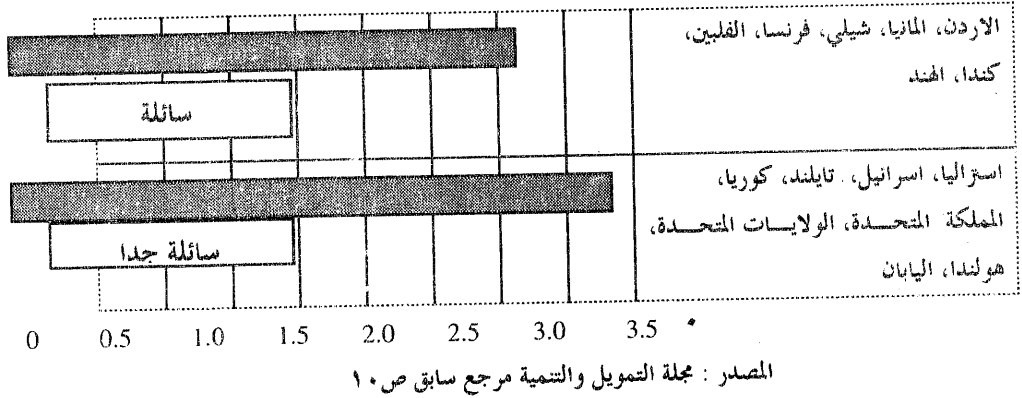


المصدر: (مجلة التمويل والتنمية ص ٩٠ مرجع سابق)

اما المقياس الثالث فهو عبارة عن نسبة قيمة الاوراق المتداولة مقسومة على درجة التقلب في اسعار الاوراق المالية وقد اتضح بان الاسواق المالية عالية السيولة تكون قادرة على التعامل الكثيف دون حدوث تقلبات كبيرة في الاسعار .

شكل رقم (٣) نسبة التداول الى التقلب المبدئي (١٩٧٦) والنمو الاقتصادي اللاحق (٧٦-٩٣)





كانت هذه اهم نتائج الدراسة التي قام بها (دوس ليفين) وتكاد حقيقة ارتباط وجود سوق مالية متطورة بدفع النمو الاقتصادي ولو بصورة لاحقة في بلد ما ان تكون اسرا ملموسا وربما لاختلاف عليه غير ان ما ينبغي التاكيد عليه هو انه لاسيبل لقيام مثل هذه السوق مالم تتحقق لذلك البلد بيئة سياسية مستقرة وملائمة لتحقيق النمو القائم على استراتيجية اقتصادية يلعب فيها القطاع الخاص الدور الرئيسي وتنتج نحو بناء اقتصاد ينتج بغرض المنافسة والتصدير .

ثالثا : الاسواق المالية الناشئة.

١- في البلدان النامية :

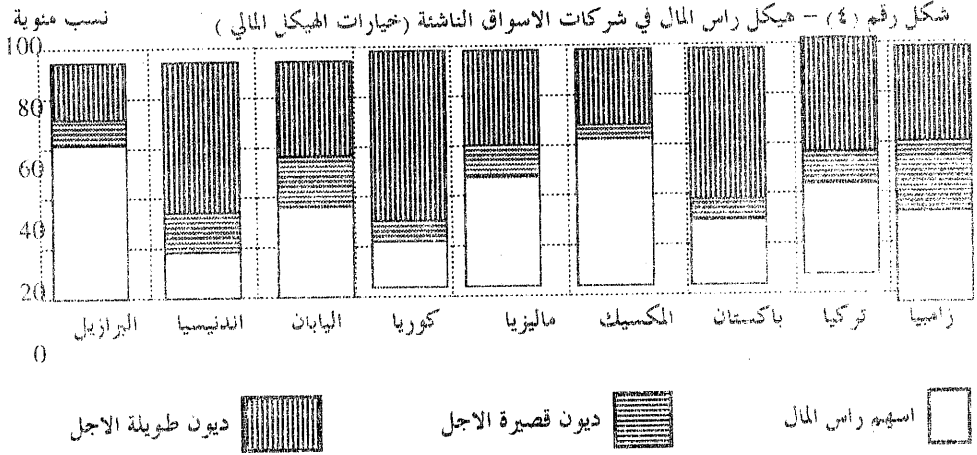
ان تطور الاسواق المالية في هذه البلدان يتيح لشركاتها فرصة المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة بين القروض والاسهم وباقي انواع الاوراق المالية المتداولة في السوق وهو ما يعني اتاحة الفرصة لظهور نمطا جديدة للتمويل الداخلي والخارجي وخصوصا بعد ان تعاطم الاهتمام الخارجي بالاسواق المالية الناشئة في هذه البلدان ومما لاشك فيه الاهمية الكبيرة للتمويل المباشر لمشروعات وشركات البلدان النامية وذلك بدلا من البحث عن مصادر التمويل الخارجية من خلال الاقتراض وهو امر يقتضي من هذه البلدان المزيد من

الخطوات والاجراءات على طريق تحرير التجارة والقطاع المالي حيث تمهد هذه التصحيحات الطريق لالتحاق هذه البلدان بالسوق الحرة وهو ما يعني ان تكفل لمشروعاتها التنافس بنفس الشروط بالنسبة لمشروعات البلدان الاجنبية في الحصول على التمويل المطلوب .

وفي عقد التسعينات تزايد الاعتماد على اسواق راس المال كمصدر للتمويل الخارجي في البلدان النامية ففي العام ١٩٩٢ كان استثمار الحافظة الدولية في الاسواق الناشئة اكثر من ١٩ مليار دولار وهو متجاوز القروض المقدمة من المصارف التجارية الدولية لنفس العام وزاد بثلاثة امثال عن المستوى الذي تحقق من ١٩٩٠ وهو مؤثر يؤكد على تنامي هذا الاسلوب الجديد في تمويل شركات البلدان النامية .

وعلى الرغم من هذا فان الاختيارات التمويلية المتاحة امام شركات البلدان النامية مازالت مقيدة نسبيا بالمقارنة مع الدول الصناعية وتمثل هذه القيود بالضوابط الحكومية التي تطال قائمة الادوات المالية نفسها وحجم الاصدار من هذه الادوات المالية واسعارها وهناك قيود تفرضها الطبيعة الناشئة (العمق الخدود) لهذه الاسواق واذا ماتغاضينا عن هذه القيود والحدود التي تنقلص بصورة عكسية مع زيادة درجة تطور هذه الاسواق فاننا سنجد بان شركات البلدان النامية مثلها مثل شركات البلدان الصناعية تحرص على التقليل من مخاطر التمويل الخارجي وتكلفة راس المال وعلى بقاء السيطرة على الشركات بسايدي حملة الاسهم الحاليين (مرجع ١٢)

ومن المفروض ان ظاهرة نقص التمويل المطلوب تعد احد المشاكل الرئيسية التي تحول دون توسيع وتطوير نشاطات القطاع الخاص في البلدان النامية وتكاد ظاهرة عجز جهاز الوساطة المالية التقليدي عن الايفاء بالموارد المطلوبة للتمويل ظاهرة شائعة في هذه البلدان وهكذا فان قيام اسواق للاوراق المالية وارتباط هذه العملية بالاتجاه الحاد نحو التحرير الاقتصادي توفر مصدرا مهما جديدا ونوعيا لتمويل شركات البلدان النامية وتعزيز الدور الريادي للقطاع الخاص .



ويواجه هذه الشركات في الظروف الجديدة مسألة الاختيار الامثل بين مصادر التمويل المتاحة وهو ما يعني ان يحتل هيكل رأس مال هذه الشركات اهمية استثنائية علمية غير ما كان عليه الامر من سابق ولا بد لهذه الشركات عندما تتخذ قراراتها بشأن هيكل رأس المال ان تنظر الى عاملين وهما التكلفة والمخاطرة وقد يضاف اليهما عامل السيطرة (مرجع ١٣)

ومن الواضح بان المفاضلة بخصوص هيكل رأس المال تنحصر الى دراسة العوامل المذكورة فيما يتعلق بكل من القروض سواء الطويلة او قصيرة الأجل وبين الاسهم وبالنسبة لتكلفة رأس المال فهي تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب ان بدوره المشروع كينسا يكون مقبولاً من هيئة الاسهم وهذا المعدل الفاصل هو متوسط مرجح يعكس مزيجاً من الفائدة المدفوعة على القروض وعوائد الاسهم.

ان تكلفة رأس المال المقترض عبارة عن معدل العائد الذي يساوي بين التدفقات النقدية الصافية بغرض سداد الاصل ومدفوعات الفائدة وبين الحصائل الصافية من الاصدار وتحدد التغيرات في اسعار الفائدة الاتجاه نحو كل من القروض او الاسهم فاسعار الفائدة

المنخفضة تغري بمزيد من الاقتراض والعكس في حالة ارتفاع سعر السوق بالنسبة للاسهم ، ويؤثر على التكلفة في حالة المفاضلة بين القروض والاسهم نوعية المعاملة الضريبية لكلا من نوعي التمويل فلو كانت مثلا مدفوعات الارباح الموزعة تخصم من الوعاء الضريبي بينما لا يتم خصمها منه في حالات مدفوعات الفائدة فان جاذبية الاسهم ستزيد عن جاذبية القروض ، ولا بد في هذا الصدد من المفاضلة ايضا بين رسوم الخدمات التي تتقاضاها البنوك لقاء عملية الاقتراض وبين التكاليف المختلفة من رسوم وضرائب اللازمة لعملية اصدار الاسهم ، اما بالنسبة لعامل المخاطرة فهو مرتبط بصورة مباشرة بتكلفة راس المال لذلك فان المزيج (من القروض والسندات والاسهم) الذي يضمن تكلفة اقل يقلل من درجة المخاطرة والعكس صحيح .

وهناك العامل الثالث للمفاضلة بين القروض والاسهم وهو المرتبط بالسيطرة على هذه الشركات ففي حالات كثيرة يتم الاتجاه نحو القروض بدلا عن الاسهم ليس بسبب اعتبارات تكلفة راس المال ولكن لاعتبارات متعلقة بالسيطرة وعامل السيطرة يمكن ان ينظر اليه على اساس مستويين الاول وهو المستوى العام ويلقى تعبيرا عنه عندما تتدخل الحكومات لكي تحدد مستويات معينة للملكية الاجانب بالنسبة لاسهم الشركات المحلية اما المستوى الثاني فهو على مستوى الشركة حيث تمتنع الكثير من الشركات عن التسجيل في سوق الاوراق المالية خوفا من فقدان السيطرة وخصوصا عندما تكون الملكية ذات طابع عائلي وبالذات اذا لم تبلغ ظاهرة فصل الادارة عن الملكية مداها الملائم ، وحتى الشركات المسجلة في السوق فان بعضها يلجأ الى اصدار مزيج من الاسهم ما بين اسهم عادية وممتازة بحيث تكون غالبية الاسهم المصدرة من النوع الذي لا يعطي لحامليه حق التصويت وهذه ثغرات تكون احيانا موحودة في بعض القوانين المنظمة لبعض الاسواق المالية وهي مما يجب التنبيه له لانها تستغل على نحو يعرقل الانتقال التلقائي للقيم داخل السوق وهو ما يعطل وظيفة اساسية من الوظائف التي نشأت لاجلها اسواق الاوراق المالية .

٢- في البلدان العربية

وتتجه اسواق الاوراق المالية لكي تشكل واحدة من العناصر الاساسية للنظام المالي في البلدان العربية حيث مثلت مصدرا جديدا وناميا لتمويل المصارف والمؤسسات المالية غير المصرفية الخاصة كما تنامي الاعتماد على هذه الاسواق لاستيعاب اسهم وحدات القطاع العام المخصصة واصبحت توفر عدد متنوع من ادوات الاستثمار لم تكن متاحة من قبل . وعلى الرغم من التطور المحدود في البنية القانونية والمؤسسية والادارية للاسواق المالية في البلدان العربية والتي لم تخرج عن اطار الاسواق الناشئة وذلك وفقا للمعايير الدولية المتعارف عليها فانها قد حققت تزايدا ملحوظا في نشاطها ويأتي هذا الامر لعدة اسباب منها ان المصارف والمؤسسات والشركات قد وجدت في اصدار الاسهم والاوراق المالية الاخرى الوسيلة الافضل لتمويل خططها التوسعية وينطبق هذا الامر على المشروعات الضخمة والاستثمارات متوسطة وطويلة المدى .

ويرجع تاريخ نشوء بورصة الاسكندرية والقاهرة في مصر الى اواخر القرن المنصرم تقريبا ولقد تم قيام اول بورصة منظمة في القاهرة عام ١٩٠٤ ، وعلى الرغم من التوقف الذي تعرضت له أنشطة هذه الاسواق وغيرها من اسواق الاوراق المالية العريقة في الكثير من الاقطار العربية وذلك خلال العقود التي لجأت فيها هذه الدول الى استراتيجيات للتنميسة تقوم على اسلوب التخطيط المركزي والدور القيادي للقطاع العام فان هذه الاسواق قد عادت الى العمل مؤخرا بما ينسجم مع المعطيات الاقتصادية الجديدة ، وقد كانت هذه العودة في كثير من الحالات عشوائية في البداية ثم مالبت السلطات ان تدخلت لتنضفسي الطابع المنظم والرسمي لهذا النشاط وذلك باصدار التشريعات اللازمة ، وفي مصر على سبيل المثال تم اصدار القانون رقم (٩٥) الذي ينظم عمل الاسواق المالية في العام ١٩٩٢ (مرجع ١٤) وقد قطعت عملية تحرير السوق المصرية اشواطا كبيرة ويلعب تنفيذ برنامج الخصخصة المرتبط ببرنامج الاصلاح الاقتصادي الذي تنفذه مصر منذ العام ١٩٨٩ دورا كبيرا في رفد سوق الاوراق المالية بالشركات الجديدة كما قامت الحكومة خلال العام

١٩٩٥ باتخاذ سلسلة من التدابير الرامية الى احاطة انشطة البورصة بمزيد من الشفافية فصدر القانون (٤) لعام ١٩٩٥ بشأن اعلان اسعار اسهم الخزانة المصرية في الجداول الرسمية للبورصة بهدف تنشيط سوق الاسهم وكذلك القانون (١١) ١٩٩٥ والذي حل محل ضرائب الدمغة المقررة على الاوراق المالية ، كما اتخذت الاجراءات بشأن تخفيض عدد من الرسوم مثل رسوم الاصدار وما يعرف برسوم الطلب والتي كانت تفرضها هيئة سوق راس المال على وثائق الشركات بالاضافة الى اقرارها بيع ستين شركة وذلك خلال العمام ١٩٩٦ وحده ، ولاشك بان هذا الامر سيزيد من حجم النشاط في السوق المالية المصرية . وهناك تزايد الاهتمام العالمي بالاستثمار في سوق راس المال المصري ، وقد جاء هذا نتيجة لوضوح استراتيجية التنمية الاقتصادية لمصر خلال الاعوام الاخيرة وعزمها القوي على تصحيح الاختلالات التي مايزال الاقتصاد المصري يعاني منها وقد ساعد القانون الذي الغى نسبة الـ (٢ %) من الارباح الراسمالية على الاوراق المالية وقانون اعفاء صناديق الاستثمار من الضرائب وايضا القرار الخاص بمد فترة العمل بالبورصة الى الساعة الثالثة بعد الظهر بدلا عن الواحدة ظهرا ، وذلك لتسهيل الارتباط باسواق الاوراق المالية مع دول العالم المختلفة كل هذه الاجراءات قفزت بحجم التعامل اليومي من (٨٠٠) عملية في المتوسط يوميا في عام ١٩٩٥ الى (٣٠٠٠) عملية في المتوسط يوميا (انظر الجدول رقم (٢)) وذلك لنفس الفترة فيما مضى من العام ١٩٩٦ كما يساهم حاليا مسابن ٣٥ - ٤٢ صندوقا عالميا للاستثمار في طرح اسهمه في السوق المالية المصرية . (١٥)

جدول رقم (٢)

مصر: مؤشرات بورصة القاهرة

تموز/يوليو-آذار/مارس ١٩٩٤/١٩٩٣		تموز/يوليو-آذار/مارس ١٩٩٤/١٩٩٣	
القيمة	الكمية	القيمة	الكمية
١٨٥١٢٨	٣٨٣٣٢	٣٦٦٩٥٩	١٢٦٢٢
	٧		
٨٦٠٤٧٣	١٥٢١٥	٢١٨٠١٤	٧٢١٣
٩٩٠٨١٤	٢٣١١٧	١٤٨٩٤٥	٦٤٠٩
٩٠٨٤٢	٣١٦٦	٥٩٢٣٨	٢١٢٦
٥٧٧١٠	١٩٩٢	٢٩٩٢٠	١٥٢٦
٣٣١٣٢	١١٧٤	٢٩٣١٨	٦٠٠
نهاية آذار / مارس ١٩٩٥		نهاية حزيران / يونيو ١٩٩٤	
راس المال	عدد الشركات	راس المال	عدد الشركات
بالعملات الاجنبية	المصري	بالعملات الاجنبية	المصري
١٠٢١	٥٨٣٦	٧١٧	١٤١٢
٣٩٠	١٩٥٧	١٥٥	٤١٣٩
			٦٧٢
			١٥٤
			٣٨١
			١٣٠٤
			١٠٣١
			٢٨٣٥
			٥١٨

المصدر: مسح التطورات الاقتصادية والاجتماعية في منطقة الاسكوا (١٦) ١٩٩٥ ص ١٣٩

واخيرا فلقد جرى في بورصة لندن تاسيس شركة عالمية لانشاء صندوق استثمارات يتكون من اشهر مؤسسات التمويل والاستثمار في العالم تضم مجموعة هونج كونج ،

شنغهاي ، وسويسرا بنك جروب ، وذلك بهدف انشاء صندوق تحت اسم (شركة مصر للاستثمار) برأسمال (٤٠) مليون دولار امريكي ويصل الى (٢٠٠) مليون وهدف هذا الصندوق هو الاستثمار في الاوراق المالية المصرية فقط .

وعموما فان تعامل غير المصريين باسهم البورصة المصرية يصل الى (٢٦ ٪) في المتوسط وذلك على غير اسهم الخصخصة التي ترتفع فيها هذه النسبة ارتفاعا كبيرا .

ومن البورصات الشهيرة في المنطقة العربية وفي الشرق الاوسط عموما بورصة بيروت التي تاسست عام ١٩٢٠ والتي اضطرت لوقف نشاطها في العام ١٩٨٢ بسبب الحرب الاهلية وقد اعيد افتتاحها في سبتمبر ١٩٩٥ وبدا التعامل رسميا منها منذ ٢٢ يناير ١٩٩٦ وفي اوائل عام ١٩٩٦ قدمت الحكومة مشروع قانون الى البرلمان يتم بموجبه تحويل بورصة بيروت الى شركة خاصة ويسمح بانشاء اسواق مالية اخرى في لبنان .

وعلى مستوى دول مجلس التعاون الخليجي السنة فان جميعها تقريبا قد استكملت منذ وقت طويل تشكيل اسواقها الوطنية للاوراق المالية حيث كانت اخرها في هذا المضمار دولة الامارات العربية المتحدة ودولة قطر وكانت توجد اسواقا للاوراق المالية في هذه الدول من سابق ولكنها لم تاخذ الصفة الرسمية الا مؤخرا ، وتعد سوق الاوراق المالية في الكويت من الاسواق النموذجية في منطقة الخليج والمنطقة العربية عموما ليس فقط من حيث حجم التعاملات التي حققت قفزات ملحوظة خلال سنوات النصف الاول من التسعينات على الرغم من الاثار السلبية لحرب الخليج الثانية وقياسا الى حجم الاقتصاد الكويتي الصغير نسبيا حيث قفز حجم التعامل (القيمة بملايين الدنانير الكويتية) الى ٢٦٠,٢ العام ١٩٩٠ بعدد شركات مسجلة (٥٥) الى ١٩٠٦,٠ بعدد شركات مسجلة (٥٠) لعام ١٩٩٥ (انظر الجدول رقم ٣) ولا يقتصر تميز النموذج الكويتي لسوق الاوراق المالية على هذه الناحية الكمية ولكن يتجاوزه الى كون هذه السوق قد طبقت ولاول مرة مع اواخر العام ١٩٩٥ نظاما اليا متكاملما يشمل جميع الوظائف التي يقوم بها السوق وقد اطلق عليه (النظام الكويتي للتعامل الالي) ويتيح هذا النظام

للمتعاملين (شركات الوسطاء) ان يقوموا بمقارنة احجام الاسهم واسعارها فوراً وكذلك الاعلان عن الصفقات المعقودة بعد بضعة ثوان فقط وهو الاسر الذي سيسهل للمستثمرين الاجانب التعامل المباشر داخل السوق.

جدول رقم (٣)

الكويت : مؤشرات السوق المالية ١٩٩٥-١٩٩٠

١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	
٥٠	٤٨	٤٧	٣٩	-	٥٥	عدد الشركات المنسجلة
٣٩٠٠	٣٣٣١	٣٣٠٢	٢٨٧٩	٢٦٦٦	٣٢٣٨	راس المال - بملايين الدينارات الكويتية
						سهم التعامل
٩,٠٥٨	٢٥١٩,٣	٢٩٢٤,٦	٢٩٩,٨	-	٧٥٣,٦	عدد الاسهم - بملايين الدينارات الكويتية
١٩٠٦,٠	٥٨٤,٩	٧٨٨,٦	١١٥,٨	-	٢٦٠,٢	قيمة الاسهم - بملايين الدينارات الكويتية

المصدر: مسح التطورات الاقتصادية والاجتماعية في منطقة الاسكوا ١٩٩٥ ص (١٣٧)
بينما تمثل المملكة العربية السعودية اكثر اسواق الدول الخليجية والعربية عموماً عمقاً وسهولة وتطوراً اليه ويعود هذا الامر بصورة اساسية الى ضخامة الاقتصاد السعودي والى رسوخ الاستقرار السياسي في هذه الدولة وايضا الى ضخامة حجم التشابك بين الاقتصاد السعودي واقتصادات الدول الصناعية الكبرى (G . 7) .

وقتللك كل من الاردن والمغرب وتونس اسواقاً للاوراق المالية تضاهي اسواق الاوراق المالية في البلدان النامية النموذجية في هذا الشأن ، وعموماً بان كل من تونس ، الاردن ، المغرب تصنف ضمن مجموعة البلدان النامية الافضل اداءً في العالم والتي تشمل حوالي عشرين دولة وتدخل ضمن هذه المجموعة ايضاً من الدول العربية كل من المملكة العربية السعودية ، عمان ، مصر . (١٧)

وتجري في كل من سوريا والسودان والجزائر التحضيرات وذلك بدرجات متفاوتة لانشاء اسواقاً رسمية للاوراق المالية .

وحتى نهاية الثمانينات بلغت عدد الشركات في الاسواق المالية العربية مجتمعة حوالي (١٠٦٣) شركة ويراى اقبال قدره (٤٠,٢) مليار دولار ولم تتجاوز الرسملة الاجمالية لتلك الاسواق (١٠٪) الى الناتج المحلي الاجمالي في العام ١٩٩٠ مقارنة بمتوسط نسبته (٣٠٪) للدول النامية وحوالي (٦٠٪) للدول الصناعية والحقيقة ان هذه الصورة قد تغيرت كثيرا منذ العام ١٩٩٠ وحتى يومنا هذا حيث وصل حجم الرسملة الى (١٠٧) مليار دولار لعام ١٩٩٦ (١٨).

ولا يعود هذا فقط الى انخراط معظم البلدان العربية في تنفيذ برامج التصحيحات الاقتصادية والاصلاحات الهيكلية والتي بدأت تؤتي ثمارها مع مطلع النصف الثاني من التسعينات ولكن ايضا بسبب تحويل العديد من البلدان العربية اسواق راس المال العاملة فيها بصورة عفوية الى اسواق رسمية بالاضافة الى قيام العديد من هذه الدول بانشاء اسواقها الجديدة في هذا المضمار . انظر الشكل رقم (٥) ادناه .

كما ان سنوات النصف الاول من التسعينات قد شهدت العديد من الجهود العربية الجماعية بهدف تطوير اسواق الاوراق المالية وتطوير العلاقات فيما بين هذه الاسواق ففي بيروت نظمت اهيئة المشرفة على بورصة بيروت والبنك المركزي اللبناني ومجلسة " مجال واعمال " مؤتمرين في كل من عام ١٩٩٥ و ١٩٩٦ لمناقشة اوضاع اسواق رؤوس الاموال في البلدان العربية وقد اتاحت هذه المؤتمرات الفرصة امام المهتمين لتبادل الخبرات وايضا للتعرف بصورة اكبر على طبيعة المعوقات التي تقابلها عملية تطوير هذه الاسواق ودراسة السبل الكفيلة بازالتها وقد صدرت عنهما العديد من القرارات والتوصيات والنصائح التي يمكنها ان تشكل عاملا مساعدا لاي من البلدان العربية التي تخوض غمار تجربة انشاء سوق للاوراق المالية في نفس الوقت تم خلال الفترة نفسها تشكيل اتحاد البورصات العربية وهيئات اسواق المال العربية وبدعوة من هذا الاتحاد تم عقد المؤتمر الاول لوسطاء الاوراق

المالية في البورصات العربية في يوليو ١٩٩٥ ثم المؤتمر الثاني في يوليو ١٩٩٦ الذي
نوقشت خلاله المواضيع التالية :

- ميثاق شرف لوسطاء البورصات العربية .
- النموذج المقترح للاتفاقية الثانية بين وسطاء الاوراق المالية في الاسواق العربية .
- دراسة مقارنة للقوانين المنظمة لمهنة الوساطة في الاسواق العربية .
- وقد اعتبر المؤتمر الاتفاقية الثانية التي عقدت بين كل من سوق المسال في مصر
وسوق الكويت للاوراق المالية وذلك خلال شهر مايو ١٩٩٦ نموذجا يحتذى به في اطار
العلاقات الثانية بين الاسواق العربية وكان عقد الاتفاقية الثانية قد تم وفقا للنموذج
المقترح من قبل اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية والذي ناقشه المؤتمر الاخير
واقره كنموذج قابل للتعميم على التجارب المماثلة .

رابعا : الحالة اليمنية :

مع اواخر العام ١٩٩٥ بدأ البنك المركزي اليمني في اول خطوة من نوعها بممارسة
نوعا من عمليات السوق المفتوحة تشتمل بتوسط البنك وقيامه ببيع اذون الخزائنة قصيرة
الاجل وقد اتت هذه الخطوة بغرض سحب جزء من السيولة النقدية من السوق وذلك
لاحتواء المعدلات المرتفعة للتضخم واللجوء التدريجي الى هذا الاسلوب لتمويل عجز
الموازنة العامة للدولة بدلا من اسلوب الاصدار النقدي الجديد على المكشوف .
وتعتبر هذه الخطوة من قبل البنك المركزي تحركا مهما باتجاه انشاء سوق للاوراق
المالية ويؤكد المسؤولين في البنك على هذا الارتباط ، لكن في الواقع ليس هناك ما يظهر بان
الحكومة اليمنية تتبنى خطة مدروسة ومتكاملة حول انشاء مثل هذه السوق بحيث تقسم
بتنفيذها على مراحل ، فالقيام ببيع اذون الدين العام - اذا لم يكن مرتبطا بخطة من ذلك
النوع - لن يؤدي من تلقاء نفسه الى قيام سوقا للاوراق المالية وخصوصا بالشروط
والمواصفات المطلوبة ، حيث المطلوب هو ان نبدأ من حيث انتهى الاخرين ، هذا اذا

ما علمنا من ان تطوير الاسواق المالية وترسيخها تعتبر عملية معقدة وتتطلب وجود مؤسسات مالية قادرة على المنافسة ، وبنية اساسية قوية ، واطارا قانونيا وتنظيميا متطورا (١٩) وعلى الرغم من كل هذا فما من شك بان الممارسة المذكورة من قبل البنك المركزي تعد خطوة ايجابية على هذا الطريق ، هذا اذا ما استثنينا كونها احد وسائل السياسة النقدية غير المباشرة للتاثير على حجم الاحتياطي ومن خلاله التحكم النسبي في اوضاع السيولة المحلية ومستوياتها ، وبصورة عامة فان ممارسة السوق الاولية للاوراق المالية في اليمن قائمة منذ امد بعيد وتحديدًا منذ العام ١٩٦٣ حيث طرحت على الجمهور حينذاك ولاول مرة (٤٩٪) من اسهم البنك اليمني للانشاء والتعمير بينما احتفظت الحكومة لنفسها بنسبة (٥١٪) من الاسهم بغرض ضمان سيطورتها على هذه المؤسسة البنكية المساهمة ومنذ ذلك الحين تكونت العديد من الشركات سواء التي طرحت جزءا من اسهمها للبيع مباشرة للجمهور او التي طرحت كامل اسهمها امام افراد القطاع العائلي وامام قطاع المشروعات الخاصة ، وهكذا فشروط تحقق ممارسة السوق الاولية للاوراق المالية والمتمثلة بعملية البيع المباشر للاسهم من قبل المصدرين للجمهور موجودة في اليمن منذ فترة طويلة ، والى جانب هذه الشركات المساهمة فان تنفيذ برنامجا ناجحا للخصخصة بالنسبة للمشروعات العامة سيمثل خطوة نحو تاسيس القاعدة التي من المؤمل ان تنهض عليها السوق اليمنية المنظمة لراس المال .

ان الحلقة المفقودة المباشرة بالنسبة للسوق المالية اليمنية تتمثل بغياب الوسطاء الماليين غير التقليديين (dealers) و (brokers) والذين يشكل نشاطهم نسيج السوق المالية الثانوية ، وبالطبع فان النجاح في قيام مثل هذه المؤسسات المالية الوسيطة التي تعتبر عصب الاسواق المالية يشكل اهم المتطلبات والتي تشمل ايضا النظم القانونية والرقابية واخاسسية والضريبية والاشرفية فكل هذه النظم تؤثر بنسب مختلفة على قيام هذه السوق وعلى تطورهما اللاحق .

اتحضيرات المطلوبة لانشاء السوق اليمنية للاوراق المالية :

اولا : الوسطاء :

ان الوسطاء يمثلون اهم عنصر من عناصر قيام السوق الاوراق المالية (البورصة)
واذا ماطلعنا على تاريخ نشوء وتطور الاسواق المالية في أي بلد من البلدان فسنجد ان
تكونها كان نتيجة طبيعية لاعمال ونشاطات هؤلاء الوسطاء الذين بدأوا مشوارهم العملي
كوكلاء للمستثمرين في تنفيذ اوامر البيع والشراء وذلك مقابل عمولة يحصلون عليها ولم
تكن هناك مواقع محددة لمزاولة انشطتهم تلك ولا اية تنظيمات اخرى تتعلق بالزمن او
بطرق العمل وابرام الصفقات الا ان الوسطاء الذين كانوا يمارسون اعمالهم على الارصفة
وفي اماكن التجمعات المختلفة تحولوا في الوقت الراهن الى شركات وساطة مالية عملاقة
يزاولون اعمالهم ونشاطاتهم من داخل ما يعرف ببورصات الاوراق المالية التي كانت
وتستغل من ابرز عناوين ومعالم الاقتصاد الراسمالي العالمي الحديث .

وتتلخص وظائف الوسطاء في السوق المالية بالتالي :

١ - اجراء الترتيبات الخاصة بادراج اسهم وسندات الشركات بحيث يتم
التعامل عليها في السوق .

٢ - العمل كوكلاء في بيع وشراء الاوراق المالية وهذه الوظيفة بالذات
محصورة بهم دون غيرهم فلا يستطيع أي عميل الارتباط باية صفقة
داخل السوق الا عبر هؤلاء الوسطاء .

٣ - تقديم الاستشارات الفنية للعملاء فيما يتعلق باختيار وادارة استثماراتهم
في الاوراق المالية .

وفي الواقع فان مهنة الوساطة المالية في البورصات قد تطورت كثيرا بحيث تزايدت
الاراع الخدمات التي يقدمها هذا النوع من الشركات وتشعبت وتعقدت ظروف عملها
وبالتالي فان من شان اية شركة غير مؤهلة او دخيلة على هذا النوع من النشاط ان تتسبب

في حدوث كوارث ضخمة للمتعاملين في سوق الاسهم ولنا عبرة في ذلك من الاحداث التي حصلت في اكثر من سوق مالية سواء الاسواق المنظمة او حتى الاسواق التلقائية (مثل ازمة سوق المناخ في الكويت العام ١٩٨٢) وازمة المكسيك العام ١٩٩٤ ثم اخيرا ازمة اسواق دول غرب وجنوب شرق اسيا مع الاخذ بعين الاعتبار تعدد الاسباب وتشعبها . وتشير تجربة الكثير من الاسواق المالية الناشئة الى ضرورة صياغة معايير مهنية محكمة تنظم عمل الوسطاء وشركات ضمان الاكتتاب وذلك بغرض حماية المستثمرين اقليميين والاجانب وخصوصا صغار المستثمرين في سوق الاوراق المالية ن ويمكن تحديد مثل تلك المعايير بواسطة الهيئات الرسمية المشرفة على عمل هذه الاسواق او من خلال الدفع بالجهد الذاتي للوسطاء انفسهم من خلال انشاء تنظيم خاص بهم (جمعية مهنية) تقوم بـ دور الرقيب على التزام كل منهم باصول المهنة وذلك من خلال الاتفاق وقرار ميثاق شرف خاص بمهنة الوساطة بالاضافة الى تنظيم العلاقة فيما بينهم سواء داخل البورصة الواحدة او بين البورصات اقليمية والاجنبية .

كما يقتضي الامر التدقيق الشديد في تنظيم هذا النوع من الشركات سواء من حيث شكل التنظيم نفسه او من حيث راس المال الاجمالي او الحد الأدنى عند بداية التأسيس ، كما ينبغي عدم السماح بتكاثر عدد هذه الشركات بصورة لا تستخدم تعزيز قدراتها على تادية وظائفها والقيام بمهامها على اكمل وجه وهكذا فقد يكون من الملائم بصورة اكبر ان تتخذ هذه الشركات شكل الشركة المساهمة او شركة التوصية بالاسهم ، وفي حالة وجود اكثر من شركة صغيرة ترغب في مزاوله مهنة الوساطة فان الامر يقتضي توجيهها نحو الاندماج بغرض رفع ملاءتها المالية وكذلك الكفاءة المالية والادارية للشركة الموحدة وبجيت يمكن ان تساعد مثل هذه الشركات على ترسيخ اعراف وتقاليدها تشيع جوا من الثقة والاستقرار في السوق .

ومجارة لتطور الخدمات التي اصبحت تقدمها هذه الشركات فانه لا بد من التركيز على نوعية الخدمات التي سوق تضطلع بتقديمها الشركات التي يتم العمل على تاسيسها

حيث ستكون هناك حاجة ماسة وخصوصا بالنسبة لسوق مالية ناشئة الى قيام شركات تتولى التعهد بتغطية الاصدارات الجديدة في السوق والقيام بتادية خدمة كهذه يحتاج الى رؤوس اموال ضخمة فالخدمة بحد ذاتها تعني ان تقوم الشركة الوسيطة بشراء الاسهم او الاوراق المالية بكامل وتتولى بالتالي تصريفها وهو مايتطلب بذل جهودا جبارة في الحالتين الشراء والتسويق .

وحول نوعية الخدمات المقدمة فان خدمة تقديم الاستشارات الفنية الخاصة بالاستثمار في الاوراق المالية اصبحت في الاونة الاخيرة واحدة من اهم الخدمات التي تقدمها الشركات المتخصصة في هذا النوع الوساطة لزبائنها ، وتشدد بعض النظم لبعض الاسواق على ضرورة ان يتمتع الوسيط من تقديم المشورة لعملائه سواء بالبيع او الشراء ما لم تكن لديه اسباب قوية ومقنعة لذلك وعموما فان خدمة تقديم المشورة الفنية خدمة مخوفة بالمخاطر وهي تتطلب من الوسطاء الذين يزاولونها قدرا كبيرا من الالمام بخفايا عمل اسواق الاوراق المالية حيث يتطلب هذ العمل امكانيات تحليلية ذات كفاءة مرتفعة سواء بشرية او تقنية او معلوماتية ، وترتبط النقطة الاخيرة (وهي بالمناسبة من اهم اسس التحليل المالي) بدرجة افصاح الشركات المسجلة في البورصة عن اوضاعها العملية والادارية والمالية وهذه الامور يجب ان تشتملها لائحة المطالب من هذه الشركات عند تقدمها بغرض التسجيل ضمن سوق الاوراق المالية .

ان قانون تنظيم سوق الاوراق المالية يجب ان يعطي للهيئة المشرفة على تنظيم هذه السوق وادارة اعمالها صلاحية التدقيق في المؤهلات العلمية والعملية للعاملين في حقل الوساطة بالاوراق المالية وكذلك التدقيق في تاريخ نشاطاتهم السابقة وفيما اذا كانوا من الاشخاص الذين حوكموا في جرائم مخلة بالشرف والامانة ، ولا بد من اخضاعهم لاختبارات دقيقة في الامانة المالية والسمعة الجيدة والاخلاص وهناك ايضا مايعرف باختبارات الجدارة (**Proven competency**) وهي عبارة عن نماذج مصممة لهذا الغرض ومن المهم ان لاتتحول هذه الصلاحيات الى مدخلا لممارسة الفساد من قبل هيئة

كهذه ومما يضع حدا لذلك هو تحديد كل امر او معيار بقواعد واضحة ودقيقة وقابلة للقياس بحيث لا يترك أي هامش مهما كان صغيرا للتقديرات الخاصة لأعضاء الهيئة او الادارة المشرفة على سير نشاط السوق .

ان العناية الفائقة بتنشئة وسطاء يتمتعون بالمستوى العالي من الكفاءة والخبرة والقدرة التحليلية والسمعة الطيبة والاستقامة والاخلاص لا يخدم فقط انشاء سوق محلية لسلاوراق المالية فهؤلاء الوسطاء انفسهم وبالارتباط مع زملائهم في المهنة في اسواق المال سواء في المنطقة العربية او الشرق اوسطية او العالم وذلك وفقا لاتفاقيات التعاون الثنائي ومتعدد الاطراف في المستقبل سيكونون مسؤولين عن حماية حقوق المستثمرين في السوق اليمينية من عملاء وسطاء البورصات الاجنبية كما سيلتزمون بمتابعة التزامات اولئك الوسطاء فيما يتعلق باستثمارات عملائهم في البورصات الاجنبية وحتى يمكن القيام بتاديسه مثل هذه الخدمات فلا بد من وجود وسطاء يتمتعون بالموصفات المذكورة وهكذا فان التساهل في معايير تنظيم عمل الوسطاء واجازتهم لن يعطل نشوء وتطور سوق الاوراق المالية في اليمن وحسب ولكنه سيؤثر سلبا على سمعة هذه السوق بين المستثمرين الاجانب الذين تشكل عملية اجتذابهم احد الاهداف الرئيسية التي نتوخاها من وراء قيام هذه السوق .

ويجب ان يشمل مثل هذا النظام كل القواعد التي تكفل اعلى درجة من الافصاح عن الاوضاع المالية للشركات المسجلة في السوق ، ومن بين الاجراءات المهمة في هذا المضمار اعداد نشرة تمهد وتوضح كل الجوانب التي تخص كل اصدار جديد ، ولا بد ان تتلوهها نشرات منتظمة فصلية ونصف سنوية وسنوية تعكس المعلومات الواردة في التقارير التي تقدمها الشركات المسجلة وشركات الوسطاء الى الهيئة او الادارة المشرفة على السوق ، بالاضافة الى التقارير الدورية التي يجب ان تنشر عن اوضاع الشركات المسجلة في السوق وعن الاسعار اليومية والتقلبات في هذه الاسعار وشرحا عن الاسباب التي تقف وراء هذه التقلبات وذلك في اشهر الصحف والمجلات الصادرة داخل البلاد وكذلك الصادرة باللغات الاجنبية ولا بد من التشديد على صحة هذه المعلومات ودقتها وخلوها من أي اثر

للتضليل وذلك بما يمكن المستثمرين سواء المحليين او الاجانب ووسطاتهم الماليين من تقييم
اوضاع الشركات المذكورة ومراكزها المالية ، ودرجة نمو انشطتها حاليا والنمو المتوقع في
المستقبل .

ثالثا : اعداد نظام عن شروط التسجيل في السوق :

وفي هذا الصدد يجب ان لا يترك المجال للاحتمالات فالشروط يجب ان تغطي كسل
الثغرات المتوقع بروزها في المستقبل ويجب ان تشمل الاشتراطات سلامة الاوضاع المالية
والادارية لاية شركة ترغب في التسجيل في السوق وهنا لا بد من دراسة الحد الأدنى للملائم
لراس المال وبالطبع فهذا المعيار يجب ان يكون مرن وقابل للتعديل المستمر بما يتناسب
ودرجة التطور التي تمر بها السوق وقد يكون من الملائم اعتماد مدى معين لمراس المسال
بنقطة بداية ونهاية قابلتين للتجديد .

وهناك مسألة الحد الأدنى لعدد المساهمين وهذا الموضوع يحتل اهمية خاصة - مسن
وجهة نظرنا - فسوق الاوراق المالية التي نريدها يجب ان تشكل حافزا ووسيلة لجذب
المدخرات الصغيرة والمتفرقة لدى افراد القطاع العائلي كما يجب ان تسهم من خلال هذه
القناة في اعادة توزيع الملكية وتوسيع قاعدتها ورفد الطبقة الوسطى في المجتمع بالمزيد مسن
المتحقيقين من اسفل كل هذه الاعتبارات يجب ان تحسب عند معالجة هذا المسألة وهناك
موضوع نقل ملكية الاسهم وخصوصا تلك الكمية من الاسهم التي تؤدي الى انتقال
السيطرة على الشركات وهذه العملية التي تمثل اهم وظائف اسواق راس المال (اسواق
نقل القيم) قد تتعارض مع الطبيعة العائلية للملكية بالنسبة لبعض الشركات وفي العموم
فلا بد من تجنب الثغرات التي تسمح بالتحابل على مبدأ حرية انتقال الملكية .

رابعاً : اعداد معايير كفتة للمحاسبة والتدقيق :

حيث يرتبط التدقيق في هذا الجانب بضمان دقة وصحة المعلومات (التقييم) الخاصة بالاوضاع المالية للشركات ولا بد من توفر قدر كبير من البساطة والوضوح بالنسبة لاجراءات عمل المقارنات بين الشركات ، وتسهيل نشر المعلومات المالية عن هذه الشركات للجمهور ، وهذه الامور تقتضي الاهتمام بتطوير مهنة التدقيق والاستفادة من التطورات التي طرأت على هذه المهنة في البلدان الاخرى العربية وغيرها .

خامساً : اعداد نظام خاص بالاجراءات في قاعة التداول :

ومن اهم الاجراءات في هذا الصدد تلك الاجراءات الخاصة بضبط عمل الوسطاء داخل قاعة التداول ، بحيث لا يخرجون عن اطار تنفيذهم لوظائفهم المحددة والمعروفة مثل ان يقوموا مثلاً بالتواطؤ فيما بينهم وذلك بتنفيذ عمليات لحسابهم الخاص (فالوسطاء وكلاء فقط) وقد يلجأون الى نشر بعض المعلومات غير الصحيحة التي قد تجري مجرى الاشاعة في اوساط اشغاليين وذلك بغرض توجيه عمليات التداول باتجاه معين ومقصود تقتضي الحيلولة دون حدوث مثل هذه الخروقات التفكير باجراءات مناسبة لضبط العمل داخل القاعة .

ومن الممارسات التي من المفروض التنبيه بشأن اعداد الاجراءات المناسبة لها هي عمليات اعطاء القروض على الهامش (بمعنى الاقراض على اساس الاسهم التي لم تباع بعد) وقد برهنت التجربة على ان القروض من هذا النوع تتسم بدرجة مخاطرة مرتفعة وهنسا قبله يكون من المناسب تحديد مدى معين للهوامش وهناك ايضا طلبات التغطية المستعجلة وبصورة عامة لا بد من تحديد القواعد الخاصة بالاقتراض بين الوسطاء والعملاء وقد يصل الامر الى ضرورة ابتكار نماذج معينة لعقود خاصة بهذا النوع من التعاملات ، واخيراً فلا بد من ابتكار الترتيبات المناسبة لاجل الضمانة الصارمة لتغطية العمليات السقي تتسم داخل السوق .

وبالطبع فهناك كم هائل من الاجراءات ذات الطابع الفني والتقني الخاصة بساعداد
قاعة التداول للعمل وهناك شركات متخصصة في تقديم الخبرة وتنفيذ هذا النوع من
الاعمال التي تدرج تحت هذا البند.

وبصورة عامة فلقد اتجهت جميع البورصات في الوقت الراهن الى ان تتم عمليات
التداول والمقاصة فيها وفقا لانظمة تنفذ آليا بواسطة برامج مصممة تستوعب خصائص كل
سوق على حدة وتتوخى تحقيق الاهداف التي قام من اجل تحقيقها .

ومن المهم ان يسمح موقع السوق وطريقة بنائه بالتوسع الدائم بالاضافة الى ضرورة
تخصيص مباني ملحقة لاغراض انشاء قاعدة البيانات وتحليلها وقاعات مجهزة بالشاشات
الكبيرة لاغراض المراقبة عن بعد بالاضافة الى مباني مخصصة للتدريب والتاهيل وعقد
الندوات والحلقات الدراسية المختلفة وغير ذلك من الخدمات التي يرتبط تقديمها بسوق
الاوراق المالية .

شكل رقم (٥)

اصلاحات القطاع المالي في بلدان منطقة الاسكوا ١٩٨٩-١٩٩٥

اصلاحات الرامية الى تحسين نظام الرقابة النقدية		وتخصيصها	
مصر			
الاردن			
اليمن			
تحسين التنظيم والاشراف على النظام المصرفي	اعادة رخصة المؤسسات المالية	تحرير اسعار الفائدة لتدعيم دور قرض السوق	
مصر	مصر	مصر	
الاردن	الاردن	الاردن	
لبنان	العراق		
اليمن	لبنان		
	سوريا		
الكويت	البحرين	الكويت	
قطر	الكويت	عمان	
عمان	عمان	قطر	
السعودية	السعودية		
	الامارات		

طرح صكوك مالية
جديدة باسماء فائدة
يحددتها السوق
مصر

تطور الاسواق الرأسمالية
مصر

الأردن	الأردن
لبنان	لبنان
اليمن	العراق
البحرين	البحرين
الكويت	الكويت
عمان	عمان
	السعودية
	الإمارات

المراجع والهوامش:

- (١) التهامي، عبد المنعم " ادارة المنشآت والاسواق المالية"، مكتبة عين شمس القا هرة ١٩٩٧، ص ٤١٩.
- (٢) Colin .D. Campbell, " Money banking and Montary policy ", Oxford University press ,1989,pp54.
- (٣) المرجع السابق ، pp114 .
- (٤) التهامي ، عبد المنعم ، مرجع سابق ، ص ٤٣٦.
- (٥) التميمي ،حسين والسلفي ،عبدالله ، "اساسيات ادارة المصارف"، دار الحكمة ، صنعاء ، ١٩٩٥، ص (٦٣-٧٧).
- (٧) مرجع سابق ، pp190 .
- (٨) التهامي ، عبد المنعم ، مرجع سابق ، ص ٤٤٠ .
- (٩) مجلة التمويل والتنمية ،(الصندوق -البنك) الدولي ،ديسمبر ١٩٩٥ ، ص(٥-٩).
- (١٠) الرفاعي ، غسان ، " اساسيات الاستثمار ومحددات التدفقات الراسمالية"، ورقة مقدمة الى ندوة افاق التنمية العربية في التسعينات للفترة ١-٣ فبر اير ١٩٩٣ البحرين .
- (١١) نشرت نتائج هذه الدراسة في مقالة بعنوان " اسواق الاوراق المالية : دفعة للنمو الاقتصادي "
- وذلك في مجلة التمويل والتنمية التي يصدرها (الصندوق و البنك) الدولي، مارس ١٩٩٦، ص ٧.
- (١٢) Tonnsom .R.L " Financil Mangement " ,New york ,Allyn and Bacon ,1975.

- (١٢) Tonnon .R.L " Financil Mangement " ,New york ,Allyn and Bacon ,1975.
- (١٣) Stancill James, " The Mangement of Working Capital " , Scranton Educational Publishers ,1971.
- (١٤) مجلة الاهرام الاقتصادية ، العدد (٣١٢) ابريل ١٩٩٦.
- (١٥) مجلة البورصة المصرية ، العدد (٣٠) ، ١ ديسمبر ١٩٩٧.
- (١٦) بلدان منطقة الاسكوا هي: الاردن - الامارات العربية المتحدة - البحرين - الجمهورية العربية السورية - العراق - عمان - فلسطين - قطر - الكويت - لبنان - مصر - المملكة العربية السعودية - اليمن.
- (١٧) العريان ، محمد و طارق ، شمس الدين ، " الاصلاح الاقتصادي في البلدان العربية " ، ورقة مقدمة الى ندوة " أفاق التنمية العربية في التسعينات " ، المنعقدة في البحرين ١-٣ فبر اير ١٩٩٣.
- (١٨) أبي سرور ، احمد " تدفقات رؤوس الاموال في الدول العربية " ، ورقة مقدمة الى ندوة " افاق التنمية العربية في التسعينات " ، المنعقدة في البحرين ١-٣ فبراير ١٩٩٣.
- (١٩) المناعي ، نبيل ، " ورقة حول السياسة النقدية " ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، ديسمبر ١٩٩٢.