



تطوير الأسواق المالية التقييم والتقلب اعتبارات خاصة بالأسواق الناشئة

إعداد
أ. آلان بيفاني

العدد
٥

العدد
(39)

سلسلة الخبراء:

سلسلة تنمية تهدف إلى المساهمة في نشر الوعي بأهم قضايا التنمية عموماً، وتلك المتعلقة بالدول العربية خصوصاً، وذلك بتوفيرها لنصوص المحاضرات، وملخص المناقشات، التي تقدم في لقاءات علمية دورية وغير دورية يقوم بتنظيمها المعهد. ونظراً لحرص المعهد على توسيع قاعدة المستفيدين يقوم بتوزيع إصدارات السلسلة على أكبر عدد ممكن من المؤسسات والأفراد والمهتمين بقضايا التنمية الاقتصادية والاجتماعية، آمليين أن تساهم هذه الإصدارات في دعم الوعي بالقضايا الاقتصادية والاجتماعية ونشر الآراء المختلفة للتعامل مع تلك القضايا في الدول العربية.

سلسلة الخبراء
المعهد العربي للتخطيط بالكويت

تطوير الأسواق المالية التقييم والتقلب اعتبارات خاصة بالأسواق الناشئة

إعداد

أ. آلان بيفاني

المحتويات

5 تقديم
6 أولاً: مقدمة
7 ثانياً: نحو أسواق مالية ناضجة.
13 ثالثاً: إدراج الشركات في الأسواق المالية.
20 رابعاً: الإصلاحات المطلوبة والتدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية.
37 قائمة المراجع المختارة.

تقديم

من المعلوم أن أسواق رأس المال تلعب دوراً أساسياً في توزيع مدخرات القطاع الخاص بين القطاعات الإنتاجية في الاقتصاديات القومية، وبالتالي فإنها تعتبر واحدة من أهم القنوات التي توفر الاحتياجات التمويلية للمنشآت الاقتصادية بأقل تكلفة وبأقل مخاطر تمويل. ومثلها في ذلك مثل بقية الأسواق، تقوم الأسواق المالية بوظيفة توزيع الموارد المالية للقطاعات الإنتاجية بطريقة مثلى؛ وذلك متى ما توفرت بعض المتطلبات التي تضمن فعالية هذه الأسواق.

وتعتبر فعالية الأطر التنظيمية والمؤسسية هي التي تعزز معايير الإفصاح والشفافية، وتسهم بدورها في تعزيز كفاءة توزيع الموارد بين القطاعات الإنتاجية - من أهم متطلبات فاعلية أسواق رأس المال في أداء دورها في التخصيص الأمثل للموارد.

وإنطلاقاً من هذا الفهم، فإن هذا العدد من سلسلة الخبراء يهتم باستكشاف الأطر التنظيمية والمؤسسية في الأسواق الناشئة وذلك في إطار التعرف على أدائها من حيث الكفاءة، بحكم أن الكفاءة هي انعكاس لمعايير الشفافية المتضمنة في أطرها التنظيمية والرقابية.

لمناقشة الإطار التنظيمي والمؤسسي لأسواق رأس المال، فإنه ينبغي ملاحظة أن من أهم مكونات الأطر التنظيمية في الأسواق الناشئة قانون الشركات وقانون الأوراق المالية، حيث يهتم قانون الشركات بالأشكال القانونية لها وبمتطلبات تسجيلها، والإجراءات القانونية المتعلقة بها أثناء ممارسة أنشطتها وحتى خروجها من نطاق العمل وتصفيتها، بينما يحدد قانون الأوراق المالية شروط إدراج الأوراق المالية في أسواق المال أو البورصات.

في سياق الحديث عن الأطر التنظيمية والمؤسسية في الأسواق الناشئة، فإنه ينبغي ملاحظة أن المعايير الدولية لحوكمة الشركات تولي اهتماماً خاصاً للالتزام بالحوكمة الرشيدة، وهيكلية ومهام مجلس الإدارة، وبيئة وإجراءات الرقابة والشفافية والإفصاح، وأسلوب التعامل مع مالكي حصص الأقلية. ولا يقتصر الأمر على الشركات المدرجة فقط، بل على متابعة أداء سوق الأوراق المالية؛ وذلك من خلال إيجاد مؤشر لحوكمة الشركات المدرجة في البورصة على أساس مدى تطبيقها لمتطلبات الحوكمة الرشيدة.

وبالنظر إلى حال المؤسسات المالية في الدول العربية وخاصة منها البنوك، فإنه يمكن ملاحظة أن معظمها لا يطبق معايير حوكمة الشركات، سواء هيكلياً أو تنظيمياً - ولا حتى مبادئ الشفافية والوضوح. ويتمثل التحدي الرئيسي أمام الأسواق المالية العربية في ضرورة التعرف على المعايير العالمية المعتمدة في حوكمة الشركات؛ بغرض تطوير مجموعة من القواعد والقوانين التي تتكيف وتتواءم مع البيئة التنظيمية والتجارية المحلية.

المدير العام

أولاً: مقدمة

إذا كان من المنطقي في الكلام عن الأسواق المالية التطرّق إلى مسألة التقييم لهذه الأسواق ودراسة التقلبات التي شهدتها وتشهدها، مع حفظ المساحة المطلوبة للاعتبارات الخاصة بالأسواق الناشئة، فإنه لا بدّ من التوقف عند الأزمات التي تحلّ بهذه الأسواق ودلالاتها وكيفية التعامل معها.

بداية وضمن للمحة التاريخية، فإنه لا بد من التذكير بأنّ الأسهم تمثّل الرصيد المتبقي للشركة بعد تصفية التزاماتها. طبعاً، يسهل التعريف، ولكن المهم هو حجم الصعوبة الكامنة وراء عملية التقييم هذه، والصلة الوثيقة التي تربط ارتفاع العائدات المتوقعة بارتفاع نسبة المخاطر. يبقى السؤال حول كيفية مراقبة الأسواق ومحاسبتها عند سوء التقييم، وماذا يمكن أن يقال بذلك بعد بير سترنز وليمان براذرز وفاني ماي وفريدي ماك، وقبلها إنرون وغيرها؟

لكي يتم تقييم أسواق الأوراق المتداولة بشكل واف، فإن الأمر يستدعي رفع كافة المعوقات أمام شفافية المعلومات وحسن فهمها ومهنية كافة المتعاطين معها، إذ يمكن لأي خلل أن ينتج مشاكل وأزمات. والجدير بالذكر أن الأزمات لا تميّز بين الأسواق في كونها متقدمة أو نامية، إذ أن الخلل الذي يطرأ عليها يكون بمستوى تطوّرها، وقد يؤدي الخلل إلى حالة من الهلع الجماعي الذي لا يميّز بين سوق وآخر، ناهيك عن الآثار على الأسواق الأخرى بفعل عامل ”العدوى“.

وقد سبق أن قيل عن أسواق الأسهم أنها نبض الاقتصاد، شرط أن يعطيها تطوّرها القدرة على تغطية القطاعات الأساسية. يمكن هنا تذكّر أن أزمة العام 1929 في الولايات المتحدة، التي أدت إلى الكساد الكبير، كانت قد بدأت بالفعل في الأسواق المالية، وامتدت بعد ذلك إلى الاقتصاد الفعلي نوعياً وإلى العديد من دول العالم جغرافياً.

أما في عام 2009، فقد بدأت الأزمة تحديداً في سوق القروض الائتمانية ذات المخاطر المرتفعة، ثم انتشرت إلى كافة الأسواق المالية، ولعب سوق التسييد دوراً أساسياً في العدوى، ومرة أخرى امتدت الأزمة نوعياً نحو الاقتصاد الفعلي في الاقتصادات المتطورة، وجغرافياً إلى الاقتصادات النامية. وكانت هذه التجربة أول أزمة معولة في ظلّ أسواق معولة. ولذلك، كان على المجتمع الدولي تطوير الأجوبة والأدوات المعولة لمواجهةها، إذ أن الدول كانت تحاول عبثاً تحييد نفسها من خلال إجراءات محلية فقط إذا ما كانت أسواقها قد انفتحت على السوق العالمية. وما زالت مجموعة العشرين التي حلّت بالأهمية مكان مجموعات أخرى قضت الأزمة على قسم كبير من دورها، تكتشف معالم وخصائص المرحلة الجديدة وتسعى إلى تطوير الأنظمة والآليات التي سوف تمكنها من مواكبة البيئة الاقتصادية والمالية الجديدة التي فرضت نفسها. ويبقى من الممكن مع الأسف تناسي الجهات المسؤولة ضرورة إيجاد الإصلاحات مع اضمحلال آثار الأزمة الحالية.

ورغم تغيّر البيئّة والعالم، فإنّ المفاهيم العامة تبقى صحيحة، لا سيما في ما يتعلق بالتصرفات في الأسواق. وهنا يمكن تذكر ما قاله جون ماينرد كينز في العام 1935: ” من المتفق عليه عادة أنه في المصلحة العامة ينبغي على المقامرة أن تكون غير قابلة للحدوث وأن لا تكون مكلفة. وربما ينطبق الشيء نفسه على أسواق الأوراق المالية“. ما يعنيه كينز بكل بساطة هو عدم جواز السماح للمقامرين بالتصرّف في الأسواق كما يودّون دون أن تكون تكلفتهم عالية عليهم، وبالتالي، لن يكونوا عرضة لهذه التكلفة العالية من جرّاء تصرفاتهم. وإذا ما سمحت الأسواق بعكس ذلك، فإنها تتعرض إلى تقلّبات حادة، مع العلم أن التقلّب في الأسعار هو مقياس للمخاطر وأن التقلّب العائد إلى الممارسات البعيدة عن المنافسة الصحيحة (سوء تسعير، إرتفاع زائد، تصحيح...) تقع في عمق اختلال الأسواق المالية.

سيتم بالمرحلة الأولى القيام بمعالجة تطوّر الأسواق المالية نحو أسواق ناضجة من خلال دراسة الأطر المحيطة بهذا التطوّر، يتم الانتقال في مرحلة ثانية إلى عملية إدراج الشركات في الأسواق المالية، لتختم بالإصلاحات المطلوبة وأثارها على الأسواق والتدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية.

ثانياً: نحو أسواق مالية ناضجة

لقد بدأت معظم دول العالم، المتقدمة منها والنامية إيلاء إهتمام متعاظم لتطوير أسواقها المالية، نتيجة للقناعة المتزايدة بأهمية الدور الذي يمكن لهذه الأسواق أن تلعبه في مسيرة التنمية الاقتصادية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية، فالأسواق المالية توفر أحد أهم قنوات تعبئة المدخرات نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية، كما تعمل هذه الأسواق على جذب الاستثمارات لتوفير موارد مالية إضافية تساهم في التنمية المحلية، مما يقلّص الحاجة إلى الاقتراض الخارجي.

لقد كشفت الأزمة الأخيرة الكثير من الخفايا في النظم المالية والمصرفية، حيث كان الضعف واضحاً في أنظمة الحوكمة المعمول بها في الشركات، كما فضحت الأزمة النقص في معظم الأنظمة والقوانين والتشريعات المالية التي لم تفلح في كبح جماح الأزمة.

فتاريخ الأسواق المالية والأزمات غنيّ بالدروس والعبر، وغالباً ما أدت التصحيحات الحادة في الأسعار (هبوطاً) إلى تحديث التشريعات والأنظمة الخاصة بالأسواق، وهذا ما استنتجته معظم المؤسسات المالية العالمية لتصبح العبرة من الأزمة هي في وجوب تعزيز دور المؤسسات الرقابية وتطوير التشريعات، بما يحقق أقصى قدر من الشفافية والالتزام مع الاحتفاظ بالمرونة اللازمة لإيقاع الأسواق المالية. لقد تلازم النمو في مجمل أسواق الأسهم مع تحسّن الأوضاع التنظيمية والقانونية، ولكن الجدلية لا تزال في مدى إمكانية تحقيق التوازن بين التحرير والتنظيم.

فالواضح من الأزمة الحالية أن المشكلة هي بالأساس رقابية وتشريعية، وناجمة عن قدرة البعض على استغلال نقاط الضعف والثغرات التي تشوب التشريعات المنظمة لعمل الأسواق والمؤسسات المالية، والالتفاف على القيود الرقابية والأطر التنظيمية للعمل المصرفي، الأمر الذي يستدعي العمل على تلافي ذلك مستقبلاً في ظل وجود مجموعة متنوعة من اللاعبين في السوق كالجهاز المصرفي والمستثمرين والوسطاء...

فمنذ وقوع الأزمة المالية العالمية، والدول والمؤسسات الاقتصادية والخبراء والمكاتب الاستشارية يسعون جمعياً إلى تحديد أسباب وقوع أزمة بهذه الضخامة وتحديد المسؤوليات. واللافت أن فكرة تدخل الدولة أصبحت من البديهيات في ظل هذه الأزمة، من أجل معالجة وتصحيح المسار، حيث أصبح حجم الأزمة يهدد اقتصاداتها وشركاتها ومصانعها وبالتالي دخل أفرادها. وبما أن مال الدولة هو مال المواطنين، فإن المطروح هو ضرورة تحميل المسؤولية للمخالفين، وقد يصل ذلك إلى إفلاسهم تجنباً لتدخل الدولة بأموال دافعي الضرائب. حينئذ، يكون على الجهات الاقتصادية الحكومية التحقيق في الأخطاء الواقعة وتحديد المسؤوليات واستيعاب المؤسسات والشركات التي قد ينتج عن إفلاسها مفاعيل سيئة، ومعاينة مسؤوليها، ثم ترك الآليات المناسبة تأخذ مجراها.

إن الخسائر الجسيمة التي تكبدتها أسواق المال العالمية تدعو إلى مراجعة النظريات الاقتصادية الداعية إلى حرية لا محدودة للسوق، والتشكيك بقدرة السوق على تنظيم نفسه دون حاجة إلى تدخل مؤسسات رقابية حكومية. فقد استحوذت هذه النظريات على نوع من القداسة الإيديولوجية على مدى ما يزيد على عقدين من الزمن.

إن ما حل بسوق المال يدعو إلى نقد جريء وموضوعي لسياسات إقتصادية آمنت بها القيادات السياسية والبنوك المركزية، خاصة في الولايات المتحدة، حيث كان أي تدخل للدولة لتنظيم سوق المال يواجه بشراسة. وقد منعت أسواق المشتقات من التنظيم. والجدل حول هذه المشتقات وتحديد المسؤولية حول التضخم في سوقها دون شفافية ودون مراقبة لا يتضح إلا في ضوء ما حدث في نهاية القرن الماضي في أروقة الكونغرس. فقد دعت الأنسة بروكلي بورن، الرئيس السابق للجنة تداول السلع الآجلة) إلى استدراج اقتراحات لمراقبة أفضل لهذه المشتقات المالية، محذرة من أن أي تداول غير شفاف لهذه المشتقات يهدد الاقتصاد. ودعت إلى إفصاحات عن المتاجرة بهذا النوع من الأدوات في شهادة لها أمام الكونغرس، وقد اضطرت إلى الاستقالة.

وفي تعليق لروبرت روبن وزير الخزانة الأسبق، بعد حصول الأزمة، ذكر أنه كان يفضل رقابة على هذه الأدوات «المشتقات»، لكنه لم يجد طريقة لتنفيذ ذلك آنذاك.

من هذا المنطلق، بدأت الأسواق المالية تحظى بعناية خاصة إما نحو التطوير والتحديث أو نحو التأسيس، وذلك نظراً لدورها المحوري المتوقع في العملية التنموية. ولكن الاستفادة من هذه الأسواق يختلف من دولة لأخرى تبعاً للتباين في مستوى النضوج الرأسمالي، وخصائص الاقتصاد الكلي، وملاءمة المرجعية القانونية، والمعايير التنظيمية والمحاسبية المعتمدة، وغير ذلك من عوامل إيجابية مؤاتية أو معوّقة.

فمثلاً ليس من المتوقع أن يكون الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في الدول الصناعية المتقدمة كالولايات المتحدة وبريطانيا واليابان هو نفس الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في الدول الأقل تطوراً مثل الدول العربية والإفريقية وغيرها. ففي الوقت الذي تعتبر فيه البورصات المالية من أهم ركائز الهيكل الاقتصادي للدول المتقدمة، فإن البورصات لا تزال تمر بمرحلة النشوء والتطور في معظم الدول النامية.

إن نجاح عملية تطوير الأسواق المالية، مرهون بتوفير العناصر والأطر التالية على سبيل المثال:

أ. الإطار الاقتصادي الكلي

تؤدي الأسواق المالية دوراً أساسياً في أداء الاقتصاد الكلي، من حيث تكوين رأس المال من خلال زيادة المدخرات، واجتذاب الرساميل وتحويلها إلى استثمارات في القطاعات الاقتصادية المختلفة، وزيادة الطاقة الإنتاجية من خلال اقتناء الآلات والتقنيات المناسبة. وهنا لا بد من التمييز بين حسابات رأس المال المفتوحة من جهة، لما لذلك من آثار إيجابية على السوق سواء من خلال حرية اختيار وتوسيع قاعدة المستثمرين أو من خلال تدويل عملية زيادة رأس المال. فمن مؤشرات ضعف الأسواق المالية في لبنان مثلاً، اعتماد المشاريع على القروض المصرفية فقط لتمويل العمليات الإنتاجية، عوضاً عن اللجوء الجزئي لأسواق البورصة.

وهنا لا بد من الإشارة إلى تأثير العدوى ورؤوس الأموال "الحامية" التي قد تطيح بنظام مالي كامل، فنتائج الأزمات المالية الدولية على الاقتصادات المحلية، كانت تتباين درجة حدتها مع مستوى التطور والكفاءة في أسواقها المالية والمصرفية. وقد شهدت الآونة الأخيرة امتداد آثار الأزمة المالية التي بدأت في الولايات المتحدة لتشمل المؤسسات المالية وأسواق المال في شتى أنحاء الكرة الأرضية. وبين ليلة وضحاها، زالت من الوجود مؤسسات مالية عريقة وتبخرت ثروات، وقد بينت هذه الأزمة مدى تداخل اقتصادات الدول في عصر العولمة وارتباطها ببعضها، فتفاعل وتتأثر أسواق العالم قاطبة مع أية هزة في أسواق الدول الرئيسية المكونة لهذا النظام العالمي. ومن أهم الأمثلة على هذا التداخل،

أنظمة أسعار الصرف المعتمدة في مختلف الدول والمخاطر المحيطة بها، التي تكمن أهميتها في ربط الاقتصاد الوطني بالاقتصاد الدولي.

لقد تقيدت دول العالم في فترة ما قبل الحرب العالمية الأولى بنظام سعر الصرف الثابت المعتمد على قاعدة الذهب الذي يقوم على تحديد قيمة العملة بالنسبة إلى الذهب مع المحافظة على قابلية تحويل العملة إلى ذهب وبالعكس، وكان يسمح بالخروج عن قاعدة الذهب بصورة مؤقتة في حالات الطوارئ، على أن تتم العودة إليها حالما تنتهي حالة الطوارئ، كما حدث بعد الحرب العالمية الأولى ثم العودة في العام 1925، والتخلي عنها في العام 1931 ومن ثم تطورت إلى الربط القابل للتعديل في العام 1945.

وفي بداية سبعينيات القرن الماضي، حل نظام التعويم على أثر السياسات المالية غير المتسقة التي اتبعتها الدول الصناعية، لاسيما الولايات المتحدة الأمريكية، من سياسات مالية وتقنية توسعية، وتنقسم أسعار الصرف العائمة إلى:

1. أسعار صرف عائمة حرة لا تتدخل فيها السلطات النقدية وتسمح بأن يتحدد سعر الصرف على أساس قوى السوق.
2. أسعار صرف عائمة موجهة، يتم التدخل فيها من قبل السلطات النقدية للمساندة.

إن المقصود بنظام الصرف هو مجموعة القواعد المحددة لدور كل من السلطات النقدية والمتعاملين الآخرين في سوق الصرف الأجنبي، ويمكن تحديد ثلاثة أنظمة للصرف هي:

1. لربط بعملة واحدة، إذ غالبا ما يتم ربط العملة المحلية بإحدى العملات الرئيسية الدولية، عادة ما تكون عملة أكبر شريك تجاري لتلك الدولة مثل، الدولار أو اليورو.
2. الربط بسلة من العملات، إذ يتم ربط العملة المحلية بسلة من العملات الدولية التي تكون في الغالب عملات أهم الشركاء التجاريين.
3. التعويم، وهنا يترك سعر الصرف ليتحدد من خلال التوازن بين العرض والطلب في سوق النقد الأجنبي. إن هذا النظام يتجنب التأثير في الاحتياطيات الأجنبية للدولة، وزيادة قابلية سعر الصرف للتكييف، وتجنب صعوبة تحديد المستوى الملائم لسعر الصرف.

ب. الإطار القانوني

تختلف السوق المالية عن سوق السلع أو الخدمات بخاصتين تعززان من أهمية وجود التشريعات القانونية والتنظيمية الضرورية لنجاح السوق في تحقيق أهدافها المرجوة. الخاصية الأولى، هي سهولة

وسرعة انتقال عدوى الفشل أو الانهيار بين المؤسسات المكونة للسوق أو المرتبطة بنشاطها، مما قد يعرض سلامة النظام المالي برمته للخطر، وهو ما يعرف بالخطر النظامي). أما الخاصية الثانية، فتمثل بعدم التماثل أو التناظر في المعلومات المتاحة للمشاركين في نشاط السوق.

إن تحسين المناخ التشريعي والقانوني الذي يعمل في إطاره النظام المالي، من شأنه أن ينعكس إيجاباً على تعزيز الثقة بهذه الأسواق، وتحقيق مستويات رفيعة من الشفافية، من خلال وجود نظام قانوني فعال، ومرن للرقابة الدائمة والمتابعة المستمرة، للسهر على حسن التنفيذ (مقارنة مستمرة بين النظري والتطبيقي)، ووضع قوانين ملائمة للشركات تساعد على تعزيز عمق وسيولة وتنافسية وكفاءة الأسواق (إيجاد نظم فعالة لإنجاز التعاملات اليومية بشكل دقيق وفعال)، وإيجاد نظم قانونية قوية تستهدف حماية المتعاملين، وتستجيب بسرعة وفعالية لأيّة تجاوزات أو مخالفات أو جرائم، والأهم من ذلك عدم التسامح مطلقاً بالتعدي على سلامة السوق.

أما كفاءة السلطة القضائية، فحدّث ولا حرج، فعالباً ما يخضع النظام القضائي للضغوط السياسية، مما ينعكس ضعفاً في تنفيذ القوانين، وهنا لا بد من السعي إلى حماية السلطة القضائية من التدخلات السياسية، وتطوير وتدريب القضاة وتعميق معرفتهم في المسائل المالية، وأخيراً تأمين السرعة اللازمة في اتخاذ القرارات وتنفيذها.

ج. الإطار التنظيمي والإشرافي

إن السبب الرئيسي في الكارثة المالية الحالية، هو الجشع والالتفاف على التشريعات والأنظمة الرقابية، التي وجدت أصلاً لحماية الأسواق من المغامرة والتهور والمضاربة. فتعزيز وتطوير البنية التشريعية والأطر التنظيمية للشركات المدرجة، واستحداث بعض الضوابط والمعايير، من شأنها أن تساهم إيجابياً في دعم ثقة المستثمرين وحمايتهم. هنا، لا بد من التوقف عند مدى عدالة تدخل الدولة، كما شهدنا في الآونة الأخيرة وبحجج غير مقنعة مثل، (أكبر من أن تفشل) أو المضاربة ضد من أعطى المال للإنقاذ..

إن التعاون للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من خلال سلطات تنظيمية ذات دور محدد ومسؤوليات واضحة، وتنسيق وتقسيم مسؤوليات الرقابة بين المنظم والمؤسسات، الذي من شأنه الحفاظ على كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية، قد يضمن حماية المستثمرين، ولكن ماذا عن المسؤولين؟ ألا تتم حمايتهم كونهم مستثمرين؟

فالتنسيق وتبادل المعلومات والخبرات من أجل تدعيم وتطوير الأسواق المالية، وتوحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على تعاملات الأسواق المالية، لا سيما بين المنظمين (المؤسسات المصرفية والتوفيرية، وأسواق رأس المال، والتأمين...)، يؤثر إيجاباً أيضاً على تعزيز وتقوية الأسواق المالية، من حيث القدرة الإشرافية التنظيمية، وذلك في ظل المبادئ الرقابية الصادرة عن المنظمة الدولية. فلو تم تصنيف القروض كما كان يجب أو حسب التصنيف المعتمد للقروض الشخصية، لما وصلنا إلى أزمة الرهن العقاري ولا إلى مشكلة إرتفاع الاستفادة.

د. الإطار المحاسبي والتدقيقي

إن الأزمة المالية التي طبعت السنوات الأخيرة بإفلاس بعض الشركات والمؤسسات العالمية الكبرى، أثارَت مسألة مهمة جداً تتعلق بنوعية المعلومة المالية والمحاسبية وأهميتها على المستويين الجزئي والكلّي.

ولكن إلى أي مدى يمكن ضمان نوعية هذه المعلومة بالنسبة للمساهمين، باعتبارهم المالكين الحقيقيين لأسهم الشركة، ومن يتحمل بصورة أساسية أي انعكاس لانحراف المعلومة عن مسارها الحقيقي؟ من هنا تأتي أهمية إصلاح الأنظمة المحاسبية بمزيد من الانضباط والشفافية والمصادقية والاستقلالية. ومن إيجابيات هذه الفضاء المالية أنها بينت عدم وجود قواعد موضوعية واضحة في المجال المحاسبي، وأن الأنظمة المحاسبية المعمول بها ما هي إلا صورة عن الاتفاقيات التي تستلزم إصلاحاً حقيقياً يمكن من تجنب هذه الانحرافات، فمن هو المسؤول عن تأمين التقارير والمعلومات؟

إن المشكلة الجوهرية تعبر عنها نوعية المعلومة المالية والمحاسبية المقدمة ومدى صدقيتها وتطابقها مع الحقيقة، وتتمثل أيضاً في وجود آليات قادرة على ضبط ومراقبة صحة هذه المعلومات لتفادي الوقوع في عمليات الغش والتلاعب التي يمكن أن تنتج عن ممارسات محاسبية خادعة عن طريق عرض معلومات وبيانات وهمية هدفها التأثير على اتجاهات وقرارات المتعاملين في الأسواق بطريقة تخدم مصالح المؤسسة المتأمرة.

إن سلسلة معالجة المعلومات يمكن أن تعتبر العمود الفقري للسوق المالي، الذي يجمع بين فئتين مختلفتين: فئة من مصدري المعلومات المنتجين لها والمصدقين عليها، وفئة من المستثمرين المفسرين لها، ولم يمنع هذا الواقع من التلاعب بهذه السلسلة والغش بها كما حدث مع إنرون، مما قاد إلى إعادة تنظيم السوق المالي من جديد و ظهور قانون سارابينز أوكسلي. الخلاصة هي بالتأكيد على ضرورة دفع المخلّ بالأنظمة ثمن أخطائه. وعلى عكس ما يقال، فإنه يعتقد أن الأزمة كان يمكن أن تكون أكبر بكثير مما كانت لو لم يسقط ليمان برذرز و آرثر أندرسون.

لتفادي وقوع مثل هذه الأزمات في الأسواق المالية، فإنه لا بد من إدخال أنظمة حوكمة شركات فعالة وإلزام الشركات بتطبيقها، وتوحيد معايير النماذج المحاسبية ودورية، وانتظام الإفصاح عن المعلومات المالية بهدف تسهيل عملية المقارنة والتدقيق في صحة هذه المعلومات.

ثالثاً: إدراج الشركات في الأسواق المالية

إن مسألة تنمية الثروة تبقى الهدف الرئيسي للشركات مهما كان القطاع الذي تنشط فيه وأياً كان مجال تدخلها. ففي الوقت الذي تفرض فيه العولة نفسها وتزول فيه الحدود وتتنامى المنافسة على كسب حصص جديدة في الأسواق، فإنه غالباً ما يصطدم تحقيق ذلك الهدف بضعف الموارد المالية الضرورية لتنفيذ الاستراتيجيات الكفيلة بتحقيق نمو الشركة. وفي هذا السياق، يمثل الإدراج بالبورصة فرصة تمويلية حقيقية لأصحاب الشركات والمساهمين يمكن أن يكون بديلاً عن القرض المصرفي، أو التمويل المباشر من قبلهم، كما يمكنه أن يكون عنصراً مكملًا لها.

إن نظام ممارسة سلطة الإدارة في الشركات يدور حول أربعة مبادئ أساسية، وهي: النزاهة، والقبالية للمحاسبة، والمسؤولية، والشفافية. وتتوقف التحديات التي تواجه التمسك بهذه المبادئ على هيكل الملكية في الشركات المدرجة. وهناك نوعان رئيسيان من هياكل ملكية الشركات: الملكية المركزة (نظام الداخليين)، والملكية المشتتة (نظام الخارجين).

- في هياكل الملكية المركزة، تكون الملكية و/أو السيطرة المركزة في عدد صغير من الأفراد و/أو العائلات، والمديرين التنفيذيين والشركات القابضة والمصارف وغيرها من المؤسسات غير المالية.
- أما الملكية المشتتة، وهو النوع الثاني من هياكل الملكية، فتعتمد على عدد كبير من المالكين يمتلك كل منهم عدداً صغيراً من أسهم الشركة، وعادة لا يكون هناك حافز لدى صغار المساهمين لمراقبة نواحي نشاط الشركة عن قرب، كما أنهم يميلون إلى عدم الانغماس أو المشاركة في القرارات أو السياسات الإدارية.

وفي حين تعتبر نظم الخارجيين أكثر قابلية للمحاسبة وأقل تحفيزاً للفساد، وأكثر ميلاً نحو تعزيز السيولة في الأسواق المالية، فإنه غالباً ما يميل الملاك المشتتون إلى الاهتمام بتعظيم الأرباح في الآجال القصيرة.

إن نتيجة تحوّل كثير من دول العالم إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي يعتمد فيها بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة لتحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي، أدى إلى البحث

المستمر عن مصادر للتمويل دون وسطاء، فتم الاتجاه إلى أسواق المال، وساعد على ذلك ما شهده العالم من تحرير للأسواق المالية، فتزايد انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق، ودفع اتساع حجم الشركات وانفصال الملكية عن الإدارة إلى ضعف آليات الرقابة على تصرفات المديرين، والى وقوع كثير من الشركات في أزمات مالية، ومن أبرزها دول جنوب شرق آسيا في أواخر تسعينات القرن الماضي، ثم توالى بعد ذلك الأزمات ولعل من أبرزها أزمة شركتي أنرون وورلد كوم في الولايات المتحدة في عام 2001، الأمر الذي دفع العالم للاهتمام بحسن إدارة الشركات والحوكمة.

الحوكمة هي مجموعة من القوانين والنظم والقرارات الهادفة إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء، عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالة، لتحقيق خطط وأهداف الشركة والحفاظ على مصالح المساهمين والأطراف الأخرى.

تحدد حوكمة الشركات توزيع الحقوق والمسؤوليات بين مختلف المشاركين في الشركة، مثل مجلس الإدارة، والمديرين، والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، كما أنها تبين القواعد والإجراءات لاتخاذ القرارات بخصوص شؤون الشركة، وهي بذلك، توفر أيضاً الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف الشركة، ووسائل بلوغ تلك الأهداف، ورقابة الأداء.

إن وجود قوانين تحكم كيفية إصدار الشركات للأسهم والسندات، وتداولها، قائمة على أساس الشفافية والعدالة من شأنه أن ينعكس إيجاباً على سوق رأس المال في شقيه الأولي والثانوي. ففي حين تسمح إصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، فإن هذا السوق يبقى أقل نشاطاً من السوق الثانوي كون عملية إصدار الأسهم عادة ما تكون مرة واحدة طيلة مدة حياة الشركات، وفي حالات استثنائية عند إقرار زيادة رأس مال تلك الشركة.

أما السوق الثانوي أو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة، حيث يتم في هذه السوق تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولي، فبالنسبة للأسواق المنظمة يخضع التداول وقبول الإدراج فيها إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها. ومن بين تلك الشروط حد أدنى من رأس مال الشركة، أن تكون النتائج المالية التي تسبق طلب قبول الإدراج إيجابية، إلى جانب الالتزام بالشفافية في الإفصاح عن صحة الأوضاع، من خلال نشر تقارير دورية دقيقة حول نشاط الشركة، لتعطي صورة واضحة للمستثمر حول مسألة امتلاك أوراق تلك الشركات. وتجعل هذه الشروط من البورصة مرآة عاكسة لأداء الاقتصاد ككل، حيث يفترض أن الشركات المدرجة في البورصة تمثل مختلف قطاعات الاقتصاد المعني.

إن الاستثمار في الأوراق المالية، يتطلب من المستثمر، الإلمام بمختلف مؤشرات أداء البورصة، وتُتخذ قرارات البيع أو الشراء، إنطلاقاً مما يتيح التحليل الأساسي والتحليل الفني من نتائج.

ويتضمن التحليل الأساسي دراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها التأثير في أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة. وينطلق التحليل الأساسي من كون الأسهم ذات قيمة حقيقية تدور حولها الأسعار في البورصة إرتفاعاً أو إنخفاضاً، ويؤدي تحديد القيمة الحقيقية إلى توفير فرص ربح كبيرة للمستثمر، خاصة إذا ما اختلفت هذه القيمة عن القيمة السوقية التي يجري بها التداول في البورصة. ويعتمد التحليل الأساسي على الأخذ بالظروف الاقتصادية المحلية والدولية، ويضمن هذا التحليل خبراء متخصصين يعرفون بالمحللين الأساسيين، وعلى ضوء النتائج التي يتم التوصل إليها تتحدد إتجاهات قرارات المستثمرين.

ويدرج ضمن التحليل الأساسي نوع آخر من التحليل، يتمثل في التحليل المالي، وهو تحليل ضروري لتقييم الأوراق المالية وخاصة الأسهم. ويهتم التحليل المالي بأوضاع الشركة من الداخل، بربط أسعار الأسهم بالربح الصافي للسهم، مما يسمح بإجراء تقييم نظري للشركة. ثم ينتقل إلى مقارنتها مع باقي شركات القطاع المعني بإجراء المقارنة بين العديد من الأسهم، ومقارنة أسعار السوق مع أسعار الأسهم الخاصة.

أما التحليل الفني (التقني)، فيهدف إلى إعطاء توقعات للاتجاهات المستقبلية للسوق، من خلال دراسة المنحنيات التي تمثل تطور أسعار الأسهم. وعلى العكس من التحليل الأساسي الذي يهتم بأسباب التغيرات المحتملة في السوق، فإن التحليل الفني يبحث في تكييفها إلى منحنيات بيانية أو مؤشرات إحصائية بهدف متابعة مختلف حالات التوقع، التي تعتمد على معطيات السوق بشكل أساسي (أسعار الأسهم، حجم التداول...). فيتم التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم، مما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل.

وينصح المستثمر المالي، بالأخذ بنتائج التحليلين الأساسي والفني، عند اتخاذ قراراته الاستثمارية، أخذاً بعين الاعتبار، مدى التباين في مكونات المخاطر.

1.3 التقلبات خطر ملازم لأصول السوق

يسعى المستثمر في الأوراق المالية إلى تحقيق عائد مرض يضمن له ضمن حده الأدنى تعويضاً عن المخاطر التي يتعرض لها نتيجة استثماره، وفي الحقيقة لا يمكن تصور وجود استثمار يحمي صاحبه من المخاطر، وأيضاً فإن الاستثمار في الأوراق المالية بشكل خاص يعرض المستثمرين لمخاطر متعددة

منها ما قد ينجم عن تقلب الأسعار في الأوراق المالية المستثمر فيها، ومنها ما قد ينتج عن تقلبات أسعار الصرف، بالإضافة إلى مخاطر القدرة على التخلص من الاستثمار في مدة زمنية معينة. لذا يصعب على المستثمر تحديد معدل العائد على الاستثمار بدقة، لأنه يعمل في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل، وفي عالم كهذا، يصعب بل يستحيل على المستثمر تحديد حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه بدقة، إلا أنه يستطيع قياس المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية من خلال وضع توزيع احتمالي لهذا العائد، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة، ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلّه.

فالمخاطرة هي درجة التقلب في العائد المتوقع، أي هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياساً بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعاً، إذ قد يتحقق أو لا يتحقق، وفقاً لدرجة المخاطرة. لذلك، فإنه في الحالات التي تتعدم فيها المخاطرة تتساوى العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نظرية.

فتقلب أسعار الأسهم بشكل أساسي هو نتيجة لنظرية العرض والطلب أو نتيجة سوء التسعير أو التقييم المرتفع أو التصحيح ويحاول مجالاً التحليل الأساسي والتحليل الفني فهم ظروف السوق التي قد تؤدي إلى التغيرات في الأسعار، أو حتى التنبؤ بمستوياتها في المستقبل كما سبقت الإشارة إليه (من الممكن قياس المخاطر في الأسهم والسلع والعقارات وأسواق الصرف الأجنبي من خلال قياس الانحراف المعياري لتحركات الأسعار خلال فترة محددة).

من ناحية أخرى، يرتبط عنصر العائد والمخاطرة معاً في علاقة طردية، بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته وجب عليه إعداد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطرة والعكس صحيح. وبغض النظر عن اتجاهات المستثمرين تجاه المخاطرة، فإن أي مستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأصول المالية إنما يسعى إلى المقارنة بين العائد والمخاطرة، ويتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له:

- تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطرة.
- تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت من العائد.

وذلك بعكس أسواق «الدخل الثابت»، فالمخاطرة هي أيضاً إمكانية الحصول على عائد فعلي مختلف عن العائد المتوقع، التي تعني ببساطة بأن هناك تقلب في عوائد الاستثمار، وهي كذلك درجة تقلب العوائد في المستقبل، فالأسهم الأشد خطورة يجب أن تكون عوائدها مرتفعة لتعويض المستثمر في حالة عدم التأكد من إيراداته المستقبلية.

2.3 إكتشاف الأسعار

إن سعر السهم في السوق الكفاء يعكس كافة المعلومات عن الشركة التي أصدرت السهم، وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم في هذه الحالة تعكس قيمته الحقيقية. تتحدد أسعار الأسهم العادية نتيجة للعرض والطلب، فالعرض هو عدد الأسهم المعروضة للبيع في أي لحظة، والطلب هو عدد الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها في نفس الوقت بالضبط. فعندما يفوق عدد المشترين عدد البائعين المحتملين، ترتفع الأسعار، وعندما يفوق عدد البائعين عدد المشترين، تنخفض الأسعار.

تلعب المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية دوراً هاماً وأساسياً في سوق الأوراق المالية، حيث تمكن مجموعة المتعاملين في سوق الأوراق المالية من توقع العائد على استثماراتها، وتحديد درجة المخاطرة التي تتعرض لها، وبالتالي إمكانية تحديد الأسعار المناسبة للأسهم من خلال عملية تقييم تركز على معايير ومؤشرات مالية.

تطرح الشركات أسهمها للبيع لمستثمرين خارجيين (عن الشركة) في عملية تسمى عروض عامة أولية Initial Public Offering أو ما يسمى اختصاراً بـ IPO. فعندما تحتاج شركة خاصة إلى رأسمال إضافي لتوسيع أعمالها، فحينئذ يمكنها القيام بالاقتراض أو بيع عدد من أسهمها للاكتتاب العام. ويعتبر تحول الشركات من الملكية الخاصة إلى العامة (عدد كبير من المستثمرين) من أفضل وسائل توسيع أعمال الشركات، إذ أن تكاليف طرح الأسهم للاكتتاب أقل بكثير من تكاليف الاقتراض.

تقوم الشركة التي تطرح أسهمها على الاكتتاب بنشر بيانات عن عملها تبين فيها رأسمال الشركة ومقدار الربح في السنوات السابقة. وهنا تبرز الحاجة إلى تحديد سعر عادل لقيمة الشركة للمصدر والمستثمر على حد سواء. فلا بد لكل شركة من أن يكون لديها خطة تجارية تبين أهدافها وإستراتيجيتها المستقبلية بشكل تفصيلي، وبالأرقام، وبخطوات زمنية ومعايير قابلة للقياس. ولا يقصد هنا الخطط التي يضعها المحاسبون في خطة العمل التي تبين كيفية تحقيق دراسة الجدوى. تصف هذه الخطة وضع القطاع الذي تعمل فيه الشركة أو الذي تريد إطلاق منتجها فيه، ووضع المنافسة والفرص والصعوبات الموجودة، ومن ثم ميزة الشركة أو المنتج المطروح، وما هي أهداف الشركة في السنة القادمة والسنوات اللاحقة والخطوات التطويرية والإدارية والتسويقية التي تقوم بها، والخطوات الزمنية والأهداف المرحلية التي تبين مدى التقدم باتجاه الهدف.

3.3 دور المؤسسات الإضافية في ضبط الأسواق المالية

تقوم الشركات الراغبة بطرح أسهمها للاكتتاب العام في الأسواق التي توجد لديها سوق للأوراق المالية بتكليف إحدى المؤسسات المحاسبية الموثوقة، بإعداد البيانات المالية للشركة، وبالشهادة على صحتها بشكل صريح وواضح. ثم تتوجه إلى إحدى المؤسسات المالية الكبيرة أو أحد المصارف الاستثمارية، لتكون المشرف على عملية الاكتتاب، وتقوم هذه المؤسسة بمتابعة جميع مراحل الطرح للاكتتاب، ابتداءً من تدقيق البيانات المالية الواجب تقديمها إلى الجهات الرسمية إلى وضع سعر السهم وفق مجال عمل الشركة. ثم تقوم هذه المؤسسة بدعوة مستثمرين كبار بعد طرح البيانات والمعلومات السابقة عليهم، ومعرفة ما إذا كان هؤلاء المستثمرون على استعداد لشراء السهم بالسعر المقترح. وعادةً ما يكون ذلك بمثابة المصادقة الرئيسية وراء سعر السهم.

ولعل من أهم الأنشطة التي عرفت بها البنوك الاستثمارية هي عمليات هيكلية واستصدار الأوراق المالية للشركات الراغبة بالحصول على رأس مال إضافي. فالشركات سواء كانت مطروحة للمساهمة العامة أو تلك الخاصة، على اختلاف حجمها، تحتاج بين الحين والآخر للتمويل، وتلجأ الشركة حسب أهدافها التوسعية إلى زيادة رأس مالها في مرحلتين زمنيتين: العرض الخاص، والعرض المبدئي للعامة. فالعرض الخاص هو إصدار أسهم تعرض لأفراد ومؤسسات معينة ولا تكون مطروحة للعامة، أما العرض المبدئي للعامة فهو إصدار أسهم من قبل الشركات الخاصة التي تود فتح أبوابها للمستثمرين العموميين للمشاركة في التملك بالشركة.

وبعد هيكلية هذه الأوراق المالية، يقوم البنك باستكمال عملية الإصدار عبر إعداد جميع المستندات اللازمة لإصدار أي من هذه الأوراق المالية، تماشياً مع قوانين الجهات التي تقوم بإدارة عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية. وبعد إيفاء هذه المستلزمات، يتم عرض هذه الأسهم أو السندات أو غيرها على مجموعة المستثمرين أو المؤسسات بعينها أو على العامة على حسب التخطيط المسبق، فالالتزامات القانونية تختلف تبعاً لنوعية شريحة المستثمرين وصورة الأوراق المالية المصدر.

لقد أصبحت الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها متنوعة ومتطورة وأكثر تعقيداً، وبسبب هذا التطور، فقد أصبحت هذه الأسواق بحاجة إلى تشريعات وقوانين ومؤسسات حديثة لمواكبة تطورها، كوكالات التصنيف الائتماني التي تلعب دوراً رئيسياً في رفع مستوى الشفافية وتحليل الجدارة الائتمانية لمصدري الأوراق المالية والأدوات المالية بشتى أنواعها. كما أنها تلعب دوراً فعالاً في تشكيل البنية التحتية السليمة للأسواق المالية وفي رفع الكفاءة، وفي دعم ومساندة عمل الأجهزة الرقابية في الدولة. فقد أثبتت الأزمة المالية وجود قصور في الجانب الرقابي بسبب غياب هيئة سوق المال المعنية

بالدور الرقابي الرئيسي على السوق المالي، وفي الجانب التشريعي بسبب قصور التشريعات المنظمة لعمل السوق، وفي الجانب المؤسسي بسبب غياب دور المؤسسات المالية ذات الطابع التكميلي والمساند لعمل الأجهزة الرقابية المالية.

فالحاجة والقدرة على تقدير المخاطر، والتقييم المستقل لخطط الشركة المستقبلية، وتوافر التصنيف الائتماني المستقل (وكالات، تسجيل نقاط...)، هي الركائز الأساسية في الأسواق المالية الحديثة، التي من شأنها تدعيم عنصر الشفافية في الأسواق عن طريق تزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة وحل مشكلة القصور في كفاءة المعلومات والبيانات بين المقرضين والمقترضين من جانب والمقرضين والمستثمرين من جانب آخر، وفي الكشف عن الملاءة المالية وتحديد درجة المخاطر المرتبطة بالشركات.

4.3 جانب العرض - توزيع مخاطر الأسواق وحجمها

ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، ومع التطور الاقتصادي إزداد تخصص الوسطاء الماليين ونمت أسواق الأسهم والسندات. ولتحديد مدى تطور أسواق رأس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد، فقد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات أهمها حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم، وعدد الشركات المدرجة في البورصة). ومن شأن هذه المؤشرات السماح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف دولهم وإجراء المقارنات بينها حسب مستوى تطور البورصات فيها. ونظراً لأهمية نشاط السوق الثانوية لضمان إستمرارية السوق الأولية، فإن متابعة تطور هذه المؤشرات، ولا سيما منها مؤشرات الحجم، يساعد في تقويم الاختلالات التي قد تتضمنها السوق الثانوية..

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة. بالنسبة لحجم السوق قياساً بمعدل رسملة البورصة، فإنه يتم حسابه من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويسمح هذا المؤشر بتحديد مدى تأثير الاقتصاد بالتمويل، عن طريق أسواق رأس المال وقياس حجم السوق الذاتية والندرة النسبية للأصول المحلية المتوفرة، لا سيما في الأسواق النامية. ولم تتجاوز هذه النسبة الواحد بالمائة في نهاية سبعينيات القرن الماضي لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تبايناً بين الدول في نهاية القرن العشرين، حيث فاقت هذه النسبة ضعف الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول مثل هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في

حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى الولايات المتحدة الأمريكية واليابان. ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على أسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية. ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة، والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد.

أما المؤشر الثاني لقياس حجم سوق رأس المال، فهو عدد الشركات المدرجة في البورصة. وبإلقاء الضوء على هذا المؤشر، فإن عدد الشركات المدرجة في البورصة قد اتجه خلال عقد التسعينيات من القرن العشرين إلى الارتفاع بشكل عام، فحسب مؤشر التنمية العالمي لعام 2001، فقد بلغ عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصات 25121 شركة في عام 1990، ليقفز هذا العدد بعد عشر سنوات إلى حوالي الضعف ببلوغه 49612 شركة. ويعزى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصات إلى عدد من العوامل، أبرزها خصخصة الشركات العمومية وإدراج الشركات الكبيرة شبه الحكومية، وتسهيل إجراءات الإدراج في البورصات لدى العديد من الدول. وقد تزايد عدد الشركات الأجنبية بشكل مضطرب في البورصات المحلية، نتيجة لتحسن البيئة الاستثمارية للدول ولارتفاع فرص الربح فيها. ويجب عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة، من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة، وحصة الشركة من القيمة الإجمالية للأسواق.

يُعدّ تقسيم رسملة البورصة على عدد متنوع من الشركات مؤشراً هاماً لأصحاب المحافظ المالية، وذلك لما يمنحه لهم من تنوع للمخاطر وهي الحالة السائدة في بورصات الولايات المتحدة، واليابان، وكندا وبريطانيا، حيث تكون درجة تمركز القيمة السوقية للبورصة على عدد كبير من الشركات (يتم تحديد درجة تمركز القيمة السوقية للبورصة من خلال حساب هذه القيمة لأسهم الشركات العشر الأكثر نشاطاً في البورصة ومقارنتها بالقيمة السوقية الإجمالية للبورصة). وعلى العكس من ذلك، فإن بعض الشركات متعددة الجنسيات تهيمن على بورصتي سويسرا وهولندا والكثير من البورصات في الأسواق النامية، مما يعني تمركز نشاط البورصة في عدد محدود من الشركات في قيادة سوق ضيقة، مما يؤثر سلباً على تقلبات السوق.

رابعاً: الإصلاحات المطلوبة والتدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية

1.4 الإصلاحات السياسية المطلوبة وآثارها غير المطلوبة

لقد كانت للتوجهات العامة لقمة العشرين G20 التي انعقدت في لندن في الثاني من أبريل لعام 2009، بالإضافة لإعلان وزير الخزانة الأمريكي عن خطته المعروفة بخطة غايتنر المتعلقة

بتطهير القطاع المصرفي الأمريكي من المنتجات المالية الخطرة آثارا إيجابية على أداء الأسواق المالية العالمية.

ومع بداية تطبيق هذه الخطة بدأ العالم يلمس الكثير من الآثار الإيجابية على تنمية الأسواق المالية (بما في ذلك الأسهم)، من حيث العمق والاتساع والكفاءة والسيولة، وذلك عبر تحسن العوامل الاقتصادية الكلية (الوضع المالي، والسياسة النقدية) من جهة، والإصلاحات البنوية والمؤسسية، والانتقال من أنظمة التقاعد على أساس الدفع الفوري نحو أنظمة ممولة بالكامل من جهة أخرى، دون تجاهل صعوبة تحديد الأثر الهامشي لكل واحدة من تلك الإصلاحات، كون المفاعيل قد روقبت عند ورودها ضمن حزمة متكاملة.

أما إذا ما أريد تفادي وقوع مثل هذه الأزمات في الأسواق العربية، فإنه يجب السعي الى تأمين إصلاح الأنظمة المحاسبية عبر مزيد من الانضباط والشفافية، وإدخال أنظمة حوكمة شركات فعالة، وتوفير جملة من الشروط، أبرزها:

- خلق بيئة إقتصادية وسياسية واجتماعية وثقافية لحشد المدخرات.
- تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية.
- دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين.
- توسيع استخدام الشبكة العنكبوتية من خلال تشييط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالية، مما يضمن وصول المعلومات للمتعاملين في السوق في الوقت المناسب وذلك عبر نشر تقارير دورية تخص نشاط السوق، وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محلياً ودولياً في المجال الاقتصادي والمالي.
- توسيع التعاون بين البورصات العربية، والعمل على الاستفادة من الهيئات الإقليمية والدولية في ما يتعلق بالدعم الفني والمادي.
- فتح البورصات العربية للتوظيفات البنوية، من خلال تسهيل تداول القيم بين الدول العربية لاستيعاب الأموال الفائضة في هذه الدول.
- الانفتاح المرحلي والمدروس على رؤوس الأموال الأجنبية، لتفادي الأموال الساخنة أو المضاربة البهتة، ولتفادي تسرب رؤوس الأموال المحلية.
- وجود بورصات على قدر عالٍ من الكفاءة لامتصاص الأموال المتداولة خارج الإطار الرسمي أو ما يعرف باقتصاد الظل.

ولكن يجب التنبه إلى الآثار غير المقصودة لسياسة الإصلاحات، فالاختيار السلبي قد يتأتى كنتيجة طبيعية للتحرير والإصلاحات، دون تجاهل أو نسيان إمكانية هجرة النشاطات المحفزة لتجيش

رؤوس الأموال إلى الأسواق المعولة، وانحسار الحاجة إلى السوق المحلية، وإعاقة نموها، وتخفيض رسملة السوق وقيمة التداول وتخفيض كلفة رأس المال في آن معا.

2.4 نحو التكامل الإقليمي

يعيش عالم اليوم متغيرات عديدة تستوجب من الدول النامية النظر مرة أخرى في مسارها التنموي، حيث أصبح من المستحيل أن تحقق دولة ما متطلباتها التنموية بجهد منفرد دون اللجوء لغيرها من الدول لتبادل وتقاسم المنافع المشتركة، كما أن هذه المتغيرات العالمية المتلاحقة لا تخلو من بعض المخاطر والمخاوف، ولا تستطيع الدولة بمفردها تحمل تلك المخاطر، بل إن المخاطر تقل كلما كان التعاون هو السائد بين الدول. لذا يلاحظ تزايد التوجه نحو الإقليمية يوماً بعد يوم، وأصبحت الدول الكبرى تلوذ بمحيطها الإقليمي وتوسعه، وهو ما لم يقتصر على القارتين الأمريكية والأوروبية فحسب، بل يتعدى ذلك إلى آسيا وأخيراً إلى أفريقيا.

يعتبر التكامل الإقليمي بين الدول النامية جانباً يدخل في إستراتيجية التنمية، إذ يستحيل تحقيق تنمية مستقلة في مواجهة نظام دولي يرفض هذا التوجه بإمكانية قطرية فردية. لذلك وجدت أسواق رأس المال الصغيرة والمفتحة نفسها في مأزق كبير في وجه فكرة التكامل وشرعيتها ومبرراتها، التي غدت توجهها عالمياً لا يخص الدول النامية بقدر ما يخص الدول المتقدمة، فخلق مجالاً لنطاق أوسع ولتحسين مستوى السيولة في الأسواق المالية، إضافة إلى تعزيز استقرارها وفعاليتها والانخراط والتطابق بين أنظمة الدفع والتسديد، جعلت من التكامل الإقليمي توجهاً دائماً تسعى إليه دول العالم باختلاف مراحل تطورها وحجم مواردها وتباين دوافعه، فهو مساحة لربط وشبك للتبادلات على مستوى إقليمي وتعزيز القوائم عبر الحدود.

ومن أهم الأسباب التي أدت إلى هذا التوجه الجديد نحو التكتلات الاقتصادية، في صفوف الدول النامية بالذات، ما شهدته السنوات الأخيرة من عقد ثمانينيات وأول تسعينيات القرن الماضي من اتجاه واضح نحو مزيد من التكتل الاقتصادي بين مجموعات الدول المتقدمة، إذ توصلت دول السوق الأوروبية المشتركة إلى معاهدة ماسترخيت في عام 1991، التي تم بموجبها تحول السوق إلى اتحاد أوروبي، ثم ما لبثت الولايات المتحدة الأمريكية أن أعلنت في عام 1992 إنشاء منظمة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية نافتا، وفي نفس الاتجاه ونحو المزيد من التكتل الاقتصادي ظهرت تكتلات عملاقة كالتجمع الكبير الذي يضم معظم دول آسيا والمحيط الهادي آبيك.

3.4 البنية المالية للشركات المدرجة

تلعب المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية دوراً هاماً وأساسياً في سوق الأوراق المالية، حيث تُمكن مجموعة المتعاملين في الأسواق المالية من توقع العائد على استثماراتهم وتحديد درجة المخاطر التي تتعرض لها، وبالتالي إمكانية تحديد الأسعار المناسبة للأسهم، الأمر الذي ينعكس حاجة ملحة بالنسبة للشركات المدرجة إلى بنية مالية متوازنة، فالمشكلة الجوهرية تعبر عنها نوعية المعلومة المالية والمحاسبية المقدمة، ومدى صدقها ونزاهتها وتطابقها مع الحقيقة، التي تظهر من خلال المعايير المعتمدة لقياس أساسيات الشركات المدرجة، كنسبة الديون إلى حقوق المساهمين وغيرها من مؤشرات المخاطر، وفي وجود صكوك هجينة (حقوق خيار، وديون قابلة للتحويل وديون قابلة للاسترداد) للحد من المخاطر.

تجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية في المنطقة لا تزال غير متطورة، حيث تفتقر إلى الاتساع والعمق والسيولة وانخفاض أعداد المستثمرين وغياب إطار قانوني وتنظيمي فعال. أضف إلى ذلك انخفاض مستوى شفافية السوق، والافتقار إلى مؤشرات الأداء، وندرة آجال استحقاق الدين الطويلة، وعدم وجود كمية كافية من المؤسسات الاستثمارية، وغياب سوق المشتقات اللازمة لإدارة أسعار الفائدة ومخاطر الائتمان. لذلك، وفي أعقاب الأزمة المالية، إنبتقت سوق الدين كبديل جذاب للتمويل في المنطقة. وقد أدت مجموعة من العوامل إلى زيادة كبيرة في نشاط سوق الدين، بما في ذلك صعوبة الوصول إلى السيولة، والخسائر التي تكبدتها أسواق الأسهم، والتكلفة المرتفعة للقروض المصرفية طويلة الأجل في ظل أزمة السيولة العالمية. فسوق دين بالعملات المحلية يسهم في ترسيخ النظام والشفافية والمساءلة في الأسواق، إذ تكون الشركات الممولة بواسطة سندات دين قابلة للتداول خاضعة للتدقيق المستمر من قبل الأطراف المشاركة في السوق.

وقد لعبت أسواق سندات الدين دوراً أساسياً إنقاذياً للشركات، لا سيما في خضم الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى قروض المصارف التجارية. إن هذه الأسواق لا تزال تمثل القناة الرئيسية للسيولة بالنسبة للمؤسسات المالية والشركات في العديد من الاقتصادات المتقدمة. إلا أن اعتماد منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا عليها كان ولا يزال محدوداً، ويشير تقرير حديث صادر عن صندوق النقد الدولي، إلى أن سندات الدين تشكل نحو 38.9% من أسواق المال العالمية، في حين أن نسبتها لا تزيد على 5.6% فقط في أسواق المال في الشرق الأوسط.

4.4 حوكمة الشركات

من إيجابيات الفضائح المالية الأخيرة أنها بينت عدم وجود قواعد موضوعية ومستقلة في المجال المحاسبي، وأن الأنظمة المحاسبية المعمول بها ما هي إلا صورة من الاتفاقيات التي تستلزم إصلاحاً حقيقياً، خاصة الممارسات التي تهدف إلى عرض حسابات وهمية تتم بطرق خاصة تتبعها المؤسسة المعنية. من أجل ضمان نزاهة المعلومة وصدقها وصحة الحسابات المعروضة وكذلك من أجل ضمان فعالية الأنظمة المحاسبية المستعملة، يجمع المتخصصون على ضرورة توفر أنظمة حوكمة للشركات، تكون جيدة وتمنع تواطؤ المراجعين مع من لهم علاقات ومصالح في المؤسسة كأعضاء مجالس الإدارة وغيرهم.

الحوكمة هي مجموعة من القوانين والنظم والقرارات التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالة لتحقيق خطط وأهداف الشركة، وقد ظهرت الحاجة إلى الحوكمة في العديد من الاقتصادات المتقدمة والناشئة، خلال العقود القليلة الماضية، خاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، وكذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي من انهيارات مالية ومحاسبية خلال عام 2002، وتزايدت أهمية الحوكمة نتيجة لاتجاه كثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي يعتمد فيها بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة لتحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي. وقد أدى اتساع حجم تلك المشروعات إلى انفصال الملكية عن الإدارة وشروع تلك المشروعات في البحث عن مصادر للتمويل أقل تكلفة من المصادر المصرفية، فأتجهت إلى أسواق المال، وساعد على ذلك ما شهده العالم من تحرير للأسواق المالية، فتزايد انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق، وقد دفع اتساع حجم الشركات وانفصال الملكية عن الإدارة إلى ضعف آليات الرقابة على تصرفات المديرين والى وقوع كثير من الشركات في أزمات مالية، من أبرزها الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا في أواخر تسعينات القرن الماضي، ثم توالى بعد ذلك الأزمات ولعل من أبرزها أزمة شركتي أنرون وورلد كوم في الولايات المتحدة في عام 2001، وقد دفع ذلك العالم للاهتمام بضرورة وجود نظام حوكمة للشركات المدرجة. وبالفعل فقد بدأت معظم الأسواق المالية بالزام الشركات المقيدة في البورصة بتطبيق قواعد الحوكمة. وبدراسة أسواق رأس المال وخاصة الأسواق المتقدمة فإنه يلاحظ أن جميعها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها، وهو ما يعتبر شرطاً أساسياً حتى تتمكن الشركات من قيد أسهمها لدى هذه البورصات.

وقد عمد مسيرُو الشركة الأمريكية للطاقة إنرون في عام 2002، إلى إخفاء الديون وتضخيم الأرباح للرفع من قيمة أسهم الشركة على مستوى السوق، واستفاد المسكرون أصحاب المعلومات الحقيقية عن وضع الشركة، وتمكنوا من تحقيق صفقات وبيع حصصهم بأعلى الأسعار، في الوقت الذي كانت فيه الشركة تغرق ببطء. إن نظاما جيدا للحوكمة يوفر إطارا حاميا ومانعا لظهور مثل هذه التصرفات، من خلال الآليات الرادعة وآليات العقوبات المضادة لتعاملات المطلعين، ويحد من محاولات التضليل هذه، وخاصة إمكانية التواطؤ مع مراجعي الحسابات الخارجيين، ومساءلة وتحديد دور مجلس الإدارة. فالحوكمة تساوي الأخلاق وهي ضمير الشركة وصديق للسوق، وتدعو إلى تحسين الصورة الذهنية للشركات وكذلك مصداقيتها، والسهر على سلامة الأسواق المالية، كما تدعو إلى إدخال الاعتبارات الأخلاقية وتحسين درجة الوضوح والشفافية.

تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة، وبالتالي إلى تحقيق الحماية للمساهمين ولا سيما الأقلية منهم، كحقتهم في المشاركة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالتغيرات الجوهرية في الشركة، والتصويت في اجتماع الجمعية العامة، مع مراعاة مصالح العمل والعمال والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه، وتنمية المدخرات، وتعظيم الربحية وإتاحة فرص عمل جديدة. كما تؤكد هذه القواعد على أهمية الالتزام بأحكام القانون، والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي، ووجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ.

ويلاحظ أخيرا وضوح أهمية الحوكمة في عملية الإفصاح عن المعلومات المالية، فالحوكمة الجيدة للشركات ترفع من معدلات الإفصاح والشفافية عن الوضع المالي وخطط العمل وتقدم المعلومات المالية، وذلك من خلال عملية نشر دورية وموسعة تساعد على تحسين الأداء وتنويع استثمارات الشركات، مما يزيد من معدلات العائد على استثماراتها.

إن التطور المتزايد والمتجدد لآليات الأسواق المالية يفرض المزيد من الضغوط لإضافة آليات جديدة إلى دليل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، تتوافق مع إجراءات التوجه إلى السوق، من شأنها ضمان التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات، على سبيل المثال:

- مطالبة الشركات بوضع سجلات مستقلة للأسهم؛
- وضع معايير للشفافية والتقارير المتعلقة ببيع الأصول الأساسية؛
- وضع قواعد تساعد على قيام مجلس الإدارة بمسؤولياته؛
- وضع إطار متوازن لمشاركة أصحاب المصالح في نشاطات الشركة؛
- الحاجة إلى وضع معايير دولية مقبولة للمحاسبة؛
- توضيح وظائف المحاسبة الداخلية في الشركة، مع ضم محاسبين من خارج الشركة إلى لجان المراجعة؛
- رفع كفاءة الأجهزة الإشرافية والقضائية والرقابية؛
- الاستفادة من الخبرات الفنية والإدارية المتاحة لدى الشركات.

5.4 جهة الطلب - إتساع وطبيعة قاعدة المستثمرين

مما لا شك فيه من ناحية الطلب هو اتساع قاعدة المستثمرين في الأسواق المالية، لا سيما في ظل الاعتماد على هذه الأسواق في دعم النمو والتطور الاقتصادي، والاستفادة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة (مستثمرون مؤسساتيون، أفراد...) بعد انفتاح الأسواق المحلية على الاقتصاد العالمي وعلى الأسواق المالية العالمية، فمساهمة هؤلاء المستثمرين في اتساع قاعدة المساهمين لعدد كبير من الشركات أدت إلى ارتفاع سيولة أسهم هذه الشركات بنسبة كبيرة، إضافة إلى مساهمته في رفع مستوى الوعي الاستثماري وثقافة الاستثمار، من خلال التقارير والدراسات الدورية، التي يقوم بها، سواءً من حيث توقعات أداء هذه الشركات أو أسعارها العادلة.

يجمع الاستثمار المؤسسي ثلاث فئات أساسية من متعاملي الأسواق المالية، هي: صناديق التقاعد، شركات التأمين والصناديق السيادية، يضاف إليها صناديق التحوط، فقد توسع حضور هذه الفئات الاستثمارية من حيث الدور والحجم في الثلاثة العقود الأخيرة لا سيما من خلال الحضور الفعّال في مجالس إدارات الشركات، وقد تعدى حجم التوظيفات المالية للمستثمرين المؤسساتيين قيمة الناتج الداخلي الإجمالي، وليس خفياً على أحد الضغط الذي تمارسه تلك الهيئات المالية المتخصصة في التوظيفات المالية عبر فرض السياسات والمحافظة الاستثمارية على المؤسسات والشركات، لإجبارها مثلاً على رفع مستوى توزيع الأرباح، وبذلك تكون قد أسهمت في تشجيع الاستثمار القصير الأمد على حساب الاستثمار الطويل الأمد، الذي هو أحد أهم أسباب الأزمة المالية الحالية.

ففي حين تتميز صناديق التحوط بتحقيق أداء يفوق متوسط أداء السوق، وذلك لكونها تجيد مزاجية مختلف تقنيات السوق سواء المنظم أو سوق التراضي، تبقى لدى شركات التأمين معايير استثمار ضيقة جداً في بعض الأحيان. فتعود ملكية هذه الصناديق لفئة معينة من العملاء من أصحاب الثروات الكبيرة والمتسامحين تجاه الخطر (يبحثون عن تعظيم العوائد و يتحملون وضعيات خطر حرجة)، وربما يتعمق الخطر أكثر عندما يصبح المستثمرون المؤسساتيون خاصة صناديق التقاعد أحد عملاء صناديق المضاربة، من خلال سعي هؤلاء المستثمرين لتنويع البدائل المالية، وربما يعود لهم الفضل في النمو المعتبر المسجل من طرف صناديق المضاربة، سواء من حيث عددها أو حجم أصولها و استثماراتها (في عام 2006، شهد الطلب من طرف المستثمرين المؤسساتيين على صناديق المضاربة تطوراً بنسبة 69% يصل إلى 50.5 مليار دولار تموّلها صناديق التقاعد)، كما يعود لهم الفضل في مزيد من الشفافية والإفصاح في التعاملات المالية لصناديق المضاربة، كون التخوف من الخطر و الحذر الشديد أكثر الصفات المميزة لمستثمري صناديق التقاعد. لذلك فإنه يستحسن أن تتناسب معايير الاستثمار مع مستوى المخاطر التي يرغب بها المستثمر.

من ناحية أخرى، فقد أفرزت العولة المالية حسنة عدة لا يمكن إنكارها أهمها تحسين توزيع موارد العالم المالية في مختلف الدول، وفتح سبل جديدة أمام المستثمرين المؤسساتيين لتنويع مخاطرتهم، ودفع الدول إلى التكتل ضمن مجموعات إقليمية للاستفادة من الوفورات الاقتصادية للحجم الكبير تحتاج قاعدة المستثمرين المؤسساتيين إلى مزيد من التطوير في الأسواق الناشئة، لما لذلك من انعكاس إيجابي على الأسواق المالية يتمثل بزيادة عامل الاستقرار، فما تتميز به هذه الأسواق هو قلة عدد المؤسسات والشركات الممارسة لعمليات التداول، وضعف صناعة السوق وتغطية الإصدارات، والافتقار إلى الأدوات المالية (الاستثمارية) الحديثة واقتصارها على الأسهم وأحياناً على السندات فقط.

6.4 المحفظة الاستثمارية وأدوات الوصول إلى الأسواق

تختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها (أصول حقيقية مثل الذهب، العقار، السلع... أصول مالية كالأسهم أو السندات والخيارات...)، لكن أصول المحفظة غالباً ما تكون من النوع المختلط أي أنها تجمع الأصول الحقيقية والأصول المالية معاً.

لعل من أهم القرارات في إدارة المحفظة هو تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة (تحديد الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوبا لرأسمالها الكلي)، وذلك بهدف تكوين المحفظة المثلى. فالمحفظة المثلى، هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الإستثمارية وذات مناعة وكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر.

كانت المحفظة في ما مضى تعتبر مجرد أداة استثمار، ولكنها تطوّرت لتصبح أداة للاستثمار ولحماية الاستثمار في آن واحد. كان التنوع عن طريق التوزيع المباشر للعناصر المكونة للمحفظة بين ما هو نقد وأسهم وسندات وغيرها من المعادن الثمينة هو الحل الأمثل والمريح لضمان نتائج جيدة. أما اليوم، فقد أصبح الموضوع أكثر تعقيداً من اختيار أسهم واحدة بنمو كبير، وسندات كثيرة التنوع كالسندات الدولية والحكومية والمحلية وعناصر أخرى. فالأدوات المالية الجديدة المركبة تبرز كل يوم، وعلى مدراء المحافظ أخذها بعين الاعتبار وإضافتها لتلبية احتياجات المستثمرين والمضاربين.

تنقسم المحافظ الاستثمارية إلى عدة أنواع، أبرزها: محافظ العائد (فوائد السندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية)، محافظ الربح (إرتفاع في أسعار الأسهم، المضاربات...)، محافظ الربح والعائد (تجمع أسهما مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها الآخر بتحقيق الربح). ومهما اختلف النوع فإن تلك المحافظ تشترك في عدة أهداف أبرزها: المحافظة على رأس المال الأصلي، واستقرار تدفق الدخل وفقاً لحاجات الأفراد، والنمو في رأس المال والتنوع في الاستثمار، وذلك للتقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر والقبالية للسيولة والتسويق...).

أدوات الاستثمار المتاحة للمشاركين في السوق نوعان:

- الأصول الفعلية، كالسلع الزراعية والصناعية والعقارات والمعادن الثمينة.
- الأوراق المالية، كالأسهم والسندات

وقد أصبح من الممكن الاستعاضة عن الاستثمار المالي بالاستثمار في أصول فعلية، فالإمكانيات التقنية الحديثة مكّنت وبشكل منظم كل أنواع المستثمرين أينما كانوا من الاستثمار في الأصول الملموسة التي يرغبونها وبسرعة فائقة وبدون أية تعقيدات.

يقوم تكوين المحافظ الاستثمارية على استعداد المستثمر لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من المخاطرة بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح، أو اعتماده أسلوباً متحفظاً في الاستثمار حتى لو حصل على عائد أقل. فحسب النظرية الاستثمارية في الأسهم والسندات، فإنه كلما ازدادت فرص الكسب إرتفعت درجة المخاطرة، من هنا فإنه لا بد من تحقيق توازن بين الاثنين ووضع حد أقصى لمخاطر المستثمر من خلال عملية إدارة المخاطر.

إنّ المحافظ الاستثمارية يجب أن تبحث في تنوع آجال الأوراق المالية لتجد المرونة المطلوبة لاستراتيجيات محفظتها، وذلك لتخطط وبشكل سليم العلاقة بين التدفقات النقدية الداخلة إلى المحفظة والالتزامات الأخرى التي تغادر أموال المحفظة بموجبها، مثل إعادة استثمار الفوائض النقدية القابلة للاستثمار. فاختلاف آجال أدوات الدين هو سمة مهمة من سمات الاستثمار فيها، حيث تختلف وظيفتها وصفاتها وحيازتها داخل المحفظة الاستثمارية. وعليه فإنه يجب التركيز على علاقة هذه

الأدوات بمستويات السيولة والعوائد والمخاطر ومدى ملاءمتها لكل وضع. حيث تتحدد استراتيجيات الاستثمار مع تحديد المحفظة الفعّالة للمستثمر من خلال:

أ. تحديد الفرص الاستثمارية بهدف تحديد مجموعة من المحافظ الفعّالة للمستثمر، ويتم تحليل الفرص الاستثمارية حسب درجة العائد والمخاطرة المتوقعة من كل فرصة، ويتم ذلك بتحديد الاستثمارات التي يجب إدراجها في المحفظة، ومن ثم تحديد نسبة الاستثمار ضمن المحفظة.

ب. تحديد العائد والمخاطرة للمحافظ الفعّالة المختارة، ويلاحظ أن هناك بعض الفرص الاستثمارية التي تحقق صفقة من العائد والمخاطرة أفضل من بعض الفرص الأخرى، فالاستثمار الذي يقدم درجة أعلى من العائد لنفس المخاطرة التي يتعرض لها غيره يعتبر مفضلاً عليه، وينحصر اختيار المستثمر في تلك المحافظ الفعّالة المثالية.

ج. إختيار المحفظة الفعّالة، حيث يقوم المستثمر باختيار المحفظة التي تلائم تفضيلاته الشخصية، تبعاً لميوله ولدرجة المخاطرة التي يمكنه تحملها، حيث يلاحظ أنه يختار المحفظة التي تحقق له أقصى منفعة متوقعة.

إضافة إلى ذلك، فإن على المستثمر تدقيق وتقييم أوضاع صناديق الاستثمار المحلية والعالمية عند البدء في إدارة المحفظة الخاصة به. وهذه المسألة مهمة للمستثمرين؛ ويجب أن يكون القرار الاستثماري في المحفظة علمياً ومبنياً على الأداء والتوقعات المستقبلية للأسهم والسندات. فتحليل وتحديد نوع الأسهم المراد استثمارها، وأجل كل عملية، يعدّ من النقاط الأساسية في الإستراتيجية المثلى لبناء المحفظة الاستثمارية، ويشمل التحليل أداء السهم، والعائد من جرائه، وكذلك التحليل المالي والفني للشركة ولأداء السهم في البورصة على التوالي.

وتبقى في النهاية المراقبة الدقيقة والمستمرة لمحتويات المحفظة من أسهم وأصول، وذلك من أجل تحديد الوقت الجيد للبيع حسب الإستراتيجية الاستثمارية المعتمدة، فالبيع المسبق يختلف عن الشراء مع هامش الشراء الذي يمكن أن يؤدي إلى تصفية تقنية للاستثمار، أو بيع الأسهم الرابحة لتلبية نداءات "الهامش" على الأسهم الخاسرة ويجب هنا أن يكون مالك المحفظة المالية دقيق الملاحظة بالنسبة لأداء الأوراق المالية داخل المحفظة؛ بسبب التقلبات في السوق والهلع أو الإسراع في الخروج مما قد يؤدي إلى خسائر قادمة.

لذلك فإنه يستحسن توكيل الأشخاص غير المتخصصين في إدارة المحافظ الجهة المناسبة لإدارة محفظته، أو الدخول في استثمارات صناديق الاستثمار القائمة على تجميع أموال عدد من صغار المستثمرين لكي تدار بواسطة مؤسسات مالية متخصصة بغرض تحقيق مزايا لا يمكن لهم تحقيقها منفردين.

7.4 صانعو السوق والسيولة

تنقسم أسواق المال إلى قسمين رئيسيين لا يتداخلان إطلاقاً ، بل يكمل أحدهما الآخر ، حيث تختص الأسواق الأولية بإنشاء وتأسيس الشركات وأدوات الدين العام وتكوين وحداتها في ظل قوانين أعدت من قبل المشرعين لتنظيم هذه السوق وحماية مصالح جميع أطرافها. بينما تختص الأسواق الثانوية في تسجيل هذه الأوراق المالية وعرضها للمستثمرين وتيسير إجراءات نقل ملكيتها وما يصاحبها من خدمات أخرى، مثل توفير البيانات والمعلومات الكافية لتمكين المستثمرين من صياغة قراراتهم الاستثمارية المنحصرة في عمليات الشراء والبيع.

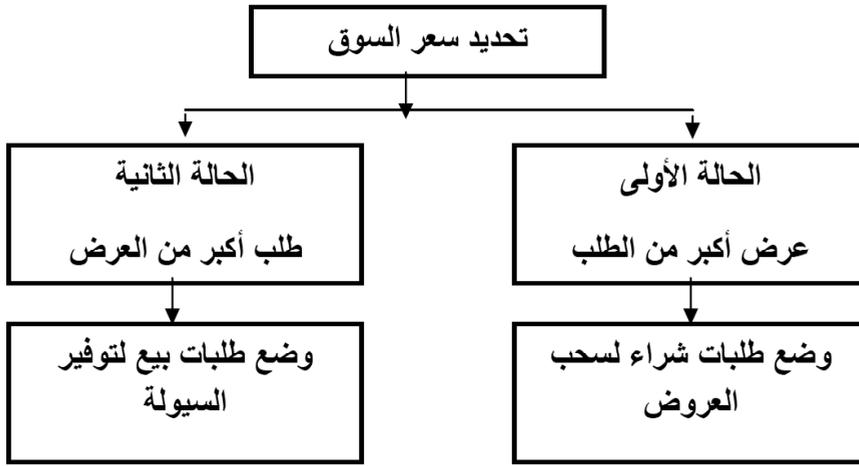
للسوق الثانوي دور أساسي، وهي تتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة، حيث يتم في هذه السوق تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولية، والمقصود بالسيولة في هذه السوق هو إمكانية تغيير موقع المستثمر من مشترٍ إلى بائع أو العكس، بحسب السعر السوقي الملائم لهذا المستثمر. ومن الضروري أن تكون الأسواق الثانوية ذات كفاءة عالية، من أجل ضمان استمرار السوق الأولية، إذ من غير المعقول أن يتم إصدار أوراق مالية دون وجود ضمانات حول إمكانية تداولها في السوق الثانوية. كما أن الأسواق الثانوية تقدم مؤشراً فعالاً حول سعر الإصدارات الجديدة المحتملة في السوق الأولية.

تنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة. بالنسبة للأسواق المنظمة، أي البورصات، فإن التداول وقبول الإدراج فيها يخضع إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها. ومن بين تلك الشروط حد أدنى من رأس مال الشركة، وأن تكون النتائج المالية التي تسبق طلب قبول الإدراج إيجابية، إلى جانب الالتزام بالشفافية في الإفصاح عن المعلومات من خلال نشر تقارير دورية دقيقة حول نشاط الشركة، حتى تعطي صورة واضحة للمستثمر. وتجعل هذه الشروط من البورصة مرآة عاكسة لأداء الاقتصاد ككل بما أن الشركات المدرجة في البورصة يفترض أن تمثل مختلف قطاعات الاقتصاد المعني. أما الشركات الأقل حجماً، فيتم تداول إصداراتها في الأسواق الثانوية غير المنظمة، وهو القسم الثاني من هذه الأسواق التي تكون أقل تشدداً من حيث شروط الإدراج، كما أن تكاليف التعاملات فيها تكون منخفضة مقارنة بالأولى، وذلك بسبب اعتماد هذا النوع من الأسواق على وسائل الاتصال المتطورة مما يخفض من تكاليف السمسرة.

أما صانعو السوق، فهم جهات مرخص لها للعمل باستمرار على تحديد سعر لسهم معين أو عدة أسهم، بهدف تحقيق طلب وعرض (سيولة) دائمة ومستمرة على ذلك السهم أو تلك الأسهم. إن رأسمال صانع السوق معرض للمخاطر ولا يسمح له بتقاضي عمولات عن البيع والشراء، وإنما يحقق أرباحه من خلال الفرق بين السعر الذي يدفعه لشراء الأسهم وسعر مبيعها.

أما في الأسواق التي تعتمد على المزادات المستمرة، يقوم بعض السماسرة الأعضاء - ويطلق عليهم اسم المتخصصين - بدور مماثل لصانعي السوق، إذ يتعاملون على ورقة مالية معينة أو أكثر لحسابهم الخاص، بغرض تخفيض الفرق بين العرض والطلب على الورقة المالية. ويقومون بدور المحفز بالنسبة للطلبات الكبيرة، وذلك بالجمع بين مختلف السماسرة الراغبين في شراء وبيع نفس الورقة المالية. ويوفر المتخصصون عنصر استقرار في السوق، عبر قيامهم بدور المشتري عند طغيان عمليات البيع بين المستثمرين، وبدور البائع عند غلبة الطلب.

إن صناع السوق هم جزء من عملية التداول، إذ أنهم الطرف المقابل للعميل، وهم متواجدون دائماً ولديهم نظام إشرافي وتنفيذي، كما أن لديهم القدرة على تأمين كمية الأسهم المطلوبة، فهم عبارة عن مؤسسات مالية قوية ومنتجة ومستعدة للشراء والبيع. إن علاقة صنّاع السوق معاكسة لاتجاه السوق، وذلك لأن صناعة السوق تقتضي خلق الاستقرار، والعلاقة بين المستثمر وصنّاع السوق مبنية بشكل أساسي على العرض والطلب.



تظهر أهمية وجود صنّاع للأسواق المالية بشكل خاص عندما تكون أسعار العديد من أسهم الشركات المدرجة بالسوق مرتفعة بنسب كبيرة اعتماداً على الإشاعات والمضاربات، ومن دون مبررات منطقية، بحيث لا تتناسب أسعار أسهم هذه الشركات مع مستوى أدائها أو القيمة الحقيقية لأصولها. فلا يمكن تدفق عروض بيع عند وجود صنّاع للسوق من دون أن تقابلها طلبات شراء، أو وجود طلبات شراء من دون أن يقابلها في الجانب الآخر طلبات بيع، وبالتالي تحتفظ الأسواق دائماً بحال من التوازن النسبي بين العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء، ويتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها، وهي القدرة على تسهيل الأوراق المالية بسرعة وسهولة، وإيجاد توازن مستمر بين العرض

والطلب، مما يحد من تقلبات الأسعار صعوداً أو هبوطاً، ويؤدي إلى استقرارها واقتربها من السعر العادل، فضلاً عن ضمان استمرارية السوق في القيام بواجباتها وتحقيق أهدافها.

إن الاستثمار في أسواق المال قد يأخذ الشكل المؤسسي، وهو يشكل 90% في الدول المتقدمة أو الشكل الفردي، وتصل نسبته إلى 90% في المنطقة العربية، وهناك فرق شاسع بين الشكلين بحيث يمتاز الاستثمار المؤسسي في الغالب بالخبرة والتجربة وإمكانية الحصول على المعلومات الضرورية، وتوفر عدد كبير من المحللين بحيث يتفوق في عملياته الاستثمارية على الاستثمار الفردي. وهناك نموذج مهم للاستثمار المؤسسي هو: صناديق الاستثمار المشتركة، وقد انتشرت هذه الصناديق خلال العقود الثلاثة الماضية وخاصة في تسعينات القرن الماضي، إذ استقطبت جزءاً أكبر من أموال المستثمرين في أنحاء العالم، وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وشرق آسيا.

إن صناديق الاستثمار المشتركة هي عبارة عن شركات استثمار أنشئت بهدف تجميع أموال صغار المستثمرين الأفراد، للحصول على رأس مال كاف لتوظيفه في الأسواق المالية، وهي على نوعين هما: صناديق الاستثمار المفتوحة، و صناديق الاستثمار المغلقة.

تضمن صناديق الاستثمار مستوى قويا من التنوع. يتم في حال صناديق الأسهم توظيف أموال الصندوق باسهم عدد كبير من الشركات ومن قطاعات اقتصادية مختلفة، الأمر الذي لا يستطيع الفرد القيام به بمفرده. من ناحية أخرى فإن إدارة الصندوق من قبل إدارة استثمار محترفة وبتكاليف ضئيلة، الأمر الذي لا يستطيع تأمينه المستثمر الفردي الذي يتلقى بشكل مستمر ومنتظم من إدارة الصندوق تقارير نصف سنوية يتبين فيها الوضع المالي ومدى نجاح استثماراته في الفترة الماضية وتوقعاته المستقبلية. وأخيراً تقوم غالبية الصناديق بتوفير خدمات عديدة لمستثمريها، منها على سبيل المثال إمكانية استثمار الربح الموزع من قبل الصندوق بشكل ذاتي عن طريق إعادة استثماره في الصندوق بشراء أسهم إضافية، وكذلك إمكانية سحب مبلغ بشكل منتظم من الصندوق عن طريق بيع عدد من الأسهم لتوفير المبالغ المراد سحبها بانتظام من قبل المستثمر، بالإضافة إلى خدمات مالية أخرى، يكمن أهمها في تأمين جدران الحماية اللازمة من المخاطر السوقية.

8.4 البنية التحتية التشغيلية، ومعاملات السوق وسلامتها

تعتبر أسواق رأس المال في الدول العربية الأقل نمواً مقارنة مع نظيراتها في الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها، كما أن تحرير أسواقها لاستقطاب الرساميل الأجنبية لم يتم إلا حديثاً، وتشترك الدول العربية في مجملها في ما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن معظم حكومات تلك الدول كانت

تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغيرات التي شهدتها العالم في مطلع تسعينيات القرن العشرين دفع بالدول العربية إلى تحرير اقتصاداتها، وقد تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي، بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية، فتم بذلك إنشاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات.

من أجل تحسين السوق المالية، فإنه يجب تحقيق انخفاض تكاليف التداول كنسبة من كل صفقة إلى أدنى مستوى ممكن لها، وهذا ما يوصف بالكفاءة الداخلية أو التشغيلية، ففعالية البنية التحتية تؤمن خفض كلفة العمليات، إذ أن الخلل في هيكل الأسواق جرّاء قلة عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول، وضعف صناعة السوق وتغطية الإصدارات، والافتقار إلى الأدوات المالية (الاستثمارية) الحديثة واقتصارها فقط على الأسهم وأحياناً على السندات، ونقص المعلومات وعدم تدفقها إلى المستثمرين بالكمية والكيفية الملائمتين، جعل من الضروري العمل على تحديث البورصات وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية، بما يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية، لاسيما من خلال تطوير منصات التداول والانتقال من الهياكل التقليدية للبورصات لصالح مستقبل يقوم بشكل كامل على التداولات الآلية الإلكترونية وتوفير إمكانية التداول عن بعد للمستثمرين بكلفة مقبولة (ما قد يؤدي في نهاية الأمر لاختفاء البورصات بمفهومها الحالي، لأن الباعة والمشتريين سيتعاملون بعد ذلك بشكل مباشر عبر شاشات تداول من منازلهم).

إن توفر مؤسسات مالية متخصصة من شأنه تسهيل عمليات التداول وتنفيذ العمليات وتطوير أنظمة التسديد، وتحسين سيولة السوق، وذلك من خلال اتباع إستراتيجيات تهدف إلى خفض القيمة السوقية للأوراق (مثل إستراتيجية تقسيم الأسهم ذات القيمة الكبيرة إلى أسهم صغيرة القيمة وإستراتيجية التوزيعات في صورة أسهم، وتشجيع إنشاء صناديق الإستثمار وتشجيع المؤسسات المالية الأخرى للإستثمار في الأوراق المالية)، إضافة إلى ضبط حركة الأسعار من خلال إنشاء مؤسسات صناعة السوق لدورها الهام في امتصاص الخلل في آلية العرض والطلب (الشراء ممن يرغب في البيع، والبيع لكل ممن يرغب في الشراء بأسعار عادلة).

كما يجب أن ينجح السوق في تحديد أسعار عادلة للأوراق المالية المتداولة فيه، والمبنية على معلومات تاريخية عن أداء الوحدات المصدرة لهذه الأوراق، وأن يصاحب ظهور أية معلومات جديدة عن هذا الأداء تعديلات مناسبة وبالالاتجاه الصحيح لهذه الأسعار. تعرف هذه الصفة بالكفاءة المعلوماتية، التي بموجبها يجب أن تتوفر معلومات عن كفاءة التسعير، ولا بد أن يتاح لجميع المشاركين والمتعاملين في السوق معلومات كافية ودقيقة وملائمة وموثوقة من حيث النطاق والتوقيت عن حركة الأسعار والتداول في السوق، وعن أداء الاقتصاد الكلي، وكذلك عن أداء الوحدات المصدرة للأوراق المالية. فمن أجل

مواجهة تحديات العولمة المالية، يتطلب الأمر وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق، حتى لا تتحول البورصة إلى مسرح للمضاربات، وتبتعد عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسعات في المشاريع القائمة. كما يجب تأمين سلامة السوق، من خلال القدرة على كشف أساليب المنافسة غير المشروعة (تواطؤ بين اللاعبين المهيمنين، جبهة التشغيل من قبل المتخصصين...)، والقدرة على المعالجة السريعة دون التأثير سلباً على المتعاملين.

9.4 العوامل البنوية للاقتصاد في مقابل العوامل الآنية

تمارس الأسواق المالية دوراً مهماً في زيادة معدلات النمو الاقتصادي بسبب ما توفره من رؤوس أموال لقطاعات واسعة من الأعمال من جهة، وما تضيفه من أرباح وفوائد لمقدمي تلك الأموال من جهة أخرى. فقد أصبحت أسواق المال من المواضيع المهمة التي تبحث في علم الاقتصاد بسبب دورها الفاعل في الاقتصاديات الحديثة، وما تلعبه من تأثير على مستوى الاقتصاد العالمي، بحيث أصبحت هذه الأسواق مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي لكثير من الدول، بسبب ما تشكله من نقطة تلاقٍ بين كل من قطاعي الأعمال والمالية، فقطاع الأعمال ينتج السلع والخدمات وقطاع المال يمول ذلك الإنتاج، فكلما زاد الإنتاج زادت معه الإيرادات وعوائد أسواق المال، التي تنعكس بشكل زيادة في الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي حدوث النمو في الاقتصاد القومي.

ولكن هذا التأثير الإيجابي لأسواق المال مرهون بعدة عوامل بنوية للاقتصاد، فالطبيعة الموسمية للاقتصاديات المعتمدة على المواد الأولية مثلاً من شأنه أن يدفع بالسلطات إلى اعتماد سياسات مالية واقتصادية تتماشى مع طبيعة اقتصادها ومع المتغيرات الاقتصادية العالمية التي أفرزت تغيراً ملحوظاً على صعيد القطاع المالي عموماً والسوق المالي خصوصاً. كما أن للأحداث السياسية تأثير كبير على حركة دخول وخروج رؤوس الأموال المحلية والإقليمية، فالحركة الدولية الواسعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي دخلاً أو خروجاً عبر الحدود الوطنية للدولة له آثار وانعكاسات سلبية على الاقتصاد الوطني (ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية، ونمو معدلات التضخم، وتزايد العجز في ميزان المدفوعات، وفقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي، واستنزاف الاحتياطيات بالعملات الأجنبية خاصة إذا ما حاول البنك المركزي التدخل لحماية سعر صرف العملة الوطنية).

وقد يكون من المناسب للدول النامية اتخاذ جملة من الإجراءات المناسبة تؤهلها لمواجهة التحديات والازمات: كتطوير المؤسسات المالية المحلية، واعتماد إستراتيجيات مالية متنوعة (مزيج من السيولة المرتفعة وأسعار الفائدة المنخفضة)، واحتواء أزمة الديون الخارجية والسيطرة عليها، ومحاولة حث المستثمرين على الانتقال من أدوات الدخل الثابت ذات العوائد المنخفضة (السندات الحكومية والودائع المصرفية) إلى الأسهم والأسواق المالية. فمستقبل التنمية والنمو في الدول النامية

وإيجاد بيئة اقتصادية متجددة ومستقرة يتطلب نظاماً مالياً شاملاً ومتكاملاً قادراً على المنافسة، ومشجعاً للاستثمار وحائزاً على ثقة المستثمر المحلي والأجنبي.

10.4 أساسيات الشركة، أسعار الأسهم والقيمة الاقتصادية

يعتبر المركز المالي وتحليل العمليات المالية من الأساسيات التي يهتم بها المحللون الماليون، والمستثمرون والمقرضون. إن الهدف من هذا التحليل هو تحديد الوضع المالي الحالي والنظرة المستقبلية من خلال مقارنة وتحليل مختلف العمليات المالية للشركة. أما المحفز الرئيسي لقرار الاستثمار، فيعتمد على النظرة إلى آفاق الشركة على المدى الطويل، ولا تزال المعايير التقليدية مثل الكلفة مقارنة مع الأرباح، أو السعر مقارنة مع القيمة الدفترية، أو عوائد توزيع الأرباح ذات دلالة للمستثمر. فإعداد التقارير المالية وفقاً لمعايير متعارف عليها تهدف إلى جعل المعلومات المالية للشركات متسقة حتى يمكن مقارنتها والحكم عليها بحيادية، فالعلاقة بين الزيادة في سعر السهم وقيمة الشركة الاقتصادية هي علاقة وطيدة. وعادة ما تتم مراجعة هذه الأسس لتعكس الواقع الاقتصادي بما يخدم الهدف الذي وجدت من أجله، فتوقعات تحسن الإنتاجية المستقبلية تعتبر عاملاً أساسياً لمؤشرات الاقتصاد.

من ناحية أخرى، يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية من المستثمر الإلمام بمختلف مؤشرات أداء وتطور أسعار الأوراق المالية المدرجة، كما أنه من المفترض أن يكون محترفاً لمهارات التحليل الفني، والتحليل الأساسي، إضافة إلى إلمامه بالعديد من الطرق والأساليب التي تنفذ من خلالها عمليات البيع والشراء، ولكن واقع الحال يظهر أن القرارات الاستثمارية ومعايير الاستثمار للمتعاملين والاختصاصيين في السوق لا تزال انتقائية وتعتمد على مصادر ذات جودة متوسطة، كما أنها لا تزال بعيدة إلى حد ما عن مستوى الكفاءة المطلوبة، كاعتماد العائد على محفظة أسهم المؤسسات المالية الدولية كمعيار للمقارنة على سبيل المثال.

11.4 مفاعيل السياسات النقدية

يعتبر القطاع المصرفي رائداً في الاقتصادات الحديثة، ليس فقط لدوره الهام في حشد وتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتمويل الاستثمار الذي يمثل عصب النشاط الاقتصادي، بل لكونه أصبح يمثل حلقة الاتصال الأكثر أهمية مع العالم الخارجي. فقد أصبح هذا القطاع، بفضل اتساعه وتشعب أنشطته، النافذة التي يطل منها العالم علينا، ونطل منها على العالم. وأصبح تطوره وامتانة أوضاعه معياراً للحكم على سلامة الاقتصادات وقابليتها أو قدرتها على جذب رؤوس الأموال المحلية والخارجية. وإذا ما كان القطاع المصرفي، واحداً من أهم القطاعات الاقتصادية، فإن المنظم يمثل المحور الرئيس لهذا القطاع وزيادة قدرته على المنافسة والتطور، وذلك لما يقوم به من دور في إدارة السياسة النقدية

والمصرفية الملائمة، والحفاظ على الاستقرار المالي، وبالتالي إرساء أسس نمو اقتصادي قابل للاستمرار. فتسارع التوسع في الكتلة النقدية والتسهيلات الائتمانية يغذي المضاربة مثلاً، كما أن دورة تضخم الأصول تتماشى مع نمو المؤشرات النقدية حتى الوصول إلى مستويات مرتفعة جداً من التخمين المبالغ به، كالذي حصل خلال الأزمة المالية الأخيرة.

وتتمثل عناصر الاستقرار النقدي في استقرار المستوى العام للأسعار، واستقرار أسعار الصرف، وخلق هيكل أسعار فائدة ينسجم مع الظروف الاقتصادية المحلية والتطورات الدولية. وتظهر هنا الحاجة جلية إلى آليات وأدوات تحقيق هذا الاستقرار في السوق، ويسعى المنظم إلى تحقيق ذلك من خلال تنظيم نمو السيولة المحلية في الاقتصاد الوطني، بما يتناسب وتمويل النشاط الاقتصادي الحقيقي واستخدام الحسم والاحتياطات للتأثير في الأسواق.

12.4 التدابير المتخذة من قبل السلطات

كشفت العقود الماضية بأن العالم أضحى مرهوناً بسلسلة من الأزمات المالية التي لا تزال تعصف بإقتصادات دوله. وكان من الطبيعي تأثر الدول العربية بهذه الأزمات بوصفها جزءاً من المنظومة الاقتصادية العالمية عامة، وبسبب تبعيتها وانكشافها الاقتصادي الواسع على السوق الرأسمالية العالمية. وقد قدمت في المحافل الإقليمية والدولية قائمة طويلة من المقترحات والتدابير التي تحاول درأ الأزمات المالية التي تشهدها دول العالم الرأسمالية والتخفيف من تبعاتها على الإقتصادات المحلية. ومن أهم هذه التدابير:

1. تعزيز استقرار الاقتصاد الكلي، وحسن إدارة الأزمات، والاتقاء من المخاطر النظامية.
2. الحفاظ على الثقة في القطاع المالي.
3. الحفاظ على سلامة نظام المدفوعات.
4. ضمان استقرار القطاع المصرفي في حال "توتر" سوق الأسهم (من هنا الحاجة إلى اتخاذ إجراءات تنظيمية وقائية، عن طريق الإختبار تحت الضغط، والرصد الفعال لمخاطر المصارف الناجمة عن كونها معرضة لأسواق الأصول، ووضع حدود لذلك).
5. تقييم التأثير على المؤسسات المالية غير المصرفية (وإن كانت لا تخلق مخاطر نظامية كونها لا تأخذ ودائع من الجمهور).
6. تقييم "مفعول الثروة" وإدارة آثار تصحيح أسعار الأسهم على القطاع السكني (من خلال شبكات الأمان المتاحة إذا لزم الأمر).
7. الامتناع عن التدخل المباشر في أسواق الأوراق المالية أو التأثير المباشر عليها، وذلك بهدف إحتواء المخاطر المعنوية، وتفاذي تكرار المشاكل في المستقبل.

قائمة المراجع المختارة

- Baillie, R., (1989), "Econometric tests of rationality and market efficiency", Econometric Reviews, 8, pp.151-186.
- Becket, M., (2002), "How The Stock Market Works", London, Thanet Press Ltd.
- Cornelius, P., (1994), "A Note on the informational efficiency of emerging stock Markets", Weltwirtschaftliches Archiv, 24, pp. 820-828.
- Demirguc-Kunt, A., Levine, R., (1996), "Stock Markets, Corporate finance and Economic Growth: Overview", World Bank, Working Paper WPS 678-37.p. 7.
- Fama, E., (1991), "Efficient capital markets II", The Journal of Finance, 46, pp.1575-1617.
- Fisher, S., (1997), " Financial System Soundness", in : Finance and Development, P.14 .
- Jacquillat, B., Solnik, B., (1997) "Marchés Financiers : Gestion de Portefeuille et des Risques", Paris : Dunod. pp. 14-15.
- Kidwell, D.S., Peterson, R.L., Blackwell D.A., Whidbee, D.A, (2003) "Financial Institutions, Markets, And Money", New York, John Wiley & Sons, Inc.8th Ed.
- Leahy M., (2001) "Contribution of financial system to growth in OECD countries", OECD, Working Papers n°:280, p.14.
- Levine, R., Zervos, S., (1996) "Stock markets, Banks, and Economic Growth", world bank, not published, p.13.
- Levine, R., Zervos, (1996), "Stock Market Development and Long Run Growth", World Bank, Working Paper, N°1582, Washington, D.C, p.7.
- Madura, J., (2001) "Financial Market And Institutions", USA, South Western College Publishing, 5th Ed.
- Mensah, S. (2003), "The Essentials of An Efficient Market and Implications for Investors, Firms and Regulators", SEM Financial Group/African Capital Markets Forum, UNECA Workshop on African Capital Markets Development, 27-29 October.
- Mishkin, F., (1998) "The Economics Of Money, Banking And Financial Markets", USA, Addison Wesley publisher, 5Ed.

Valdez, S., (1997) "An Introduction To Global Financial Markets", Great Britain, Macmillan Business, 2th Ed.

World Bank, "World Development Indicators 2001", p. 280, available through world bank's Internet Web site at <http://www.worldbank.org/data/wdi2001/statesmks.htm>

- Transformation et crise du Capitalisme mondialisé, quelle alternative ? – édition le temps des cerises- 2008 - www.humanité.fr
- Marie-Anne Kraft – Bilan financier mondial et leçons de la crise – 28 / 03 / 2009 –www.mediapart.fr
- Roger Ferguson –Hedge Funds et risque systémique - P 49..59– in : La stabilité financière – Revue de la banque de France – N0 10, numéro spécial : Hedge Funds – 04 / 2009 – www.banquefrance.fr
- Dominique Plihon - Crise mondiale et marchés financiers 1999 - extrait publié le 13 /06 /2009 –www.cedp-montpellier.fr

صدر عن هذه السلسلة :

- 1 - مواءمة السياسات المالية والنقدية بدولة الكويت لظروف ما بعد التحرير
د. يوسف الابراهيم ، د. أحمد الكواز
- 2 - الأوضاع والسياسات السكانية في الكويت بعد تحريرها
د. ابراهيم العيسوي (محرر)
- 3 - إعادة التعمير والتنمية في الكويت
د. عمرو محي الدين
- 4 - بعض قضايا الإصلاح الاقتصادي في الأقطار العربية
د. جميل طاهر ، د. رياض دهال ، د. عماد الامام
- 5 - إدارة الموارد البشرية وتخطيط التعليم والعمالة في الوطن العربي
د. محمد عدنان وديع
- 6 - حول مستقبل التخطيط في الأقطار العربية
د. ابراهيم العيسوي
- 7 - مشاكل التعليم وأثرها على سوق العمل
د. محمد عدنان وديع
- 8 - أهداف التنمية الدولية وصياغة السياسات الاقتصادية في الدول العربية
د. علي عبد القادر علي
- 9 - تحديات النمو في الاقتصاد العربي الحديث
د. عماد الامام
- 10 - هل تؤثر السياسات الاقتصادية الكلية على معدلات نمو الدول العربية؟
د. علي عبد القادر علي
- 11 - الصيرفة الإسلامية : الفرص والتحديات
د. محمد انس الزرقا
- 12 - دور التجارة العربية البيئية في تخفيف وطأة النظام الجديد للتجارة
اعداد : د. محمد عدنان وديع ، تحرير : أ. حسان خضر
- 13 - العولمة وقضايا المساواة في توزيع الدخل في الدول العربية
اعداد : د. علي عبد القادر علي
- 14 - السياسات الكلية وإشكالات النمو في الدول العربية
اعداد : أ. عامر التميمي ، تحرير : د. مصطفى بابكر

- 15 - الجودة الشاملة وتنافسية المشروعات
إعداد: أ.د. ماجد خشبة ، تحرير: د. عدنان وديع
- 16 - تقييم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الدول العربية
إعداد: د. عماد موسى، تحرير: د. أحمد طلفاح
- 17 - الأضرار البيئية والمحاسبة القومية المعدلة بيئياً : إشارة لحالة العراق
إعداد: د . أحمد الكواز
- 18 - نظم الإنتاج والإنتاجية في الصناعة
إعداد: م . جاسم عبد العزيز العمّار، تحرير: د. مصطفى بابكر
- 19 - اتجاهات توزيع الإنفاق في الدول العربية
إعداد: د . علي عبد القادر علي ، تحرير: د. رياض بن جليلي
- 20 - هل أضاعت البلدان العربية فرص التنمية؟
إعداد: د . أحمد الكواز
- 21 - مآزق التنمية بين السياسات الاقتصادية والعوامل الخارجية
إعداد: د . أحمد الكواز
- 22 - التنمية وتمكين المرأة في الدول العربية
إعداد: د .علي عبد القادر
- 23 - العولمة والبطالة: تحديات التنمية البشرية
إعداد: د .محمد عدنان وديع
- 24 - اقتصاديات التغير المناخي: الآثار والسياسات
إعداد: د .محمد نعمان نوفل
- 25 - المرأة والتنمية في الدول العربية: حالة المرأة الكويتية
إعداد: د .رياض بن جليلي
- 26 - البطالة ومستقبل أسواق العمل في الكويت
إعداد: د .بلد قاسم العباس
- 27 - الديمقراطية والتنمية في الدول العربية
إعداد: د .علي عبد القادر علي
- 28 - بيئة ممارسة أنشطة الأعمال ودور القطاع الخاص
إعداد: د .أحمد الكواز

- 29 - تأثير سياسات الترويج للاستثمار الأجنبي المباشر على قدرة الدول العربية في جذب هذه الاستثمارات لتحقيق أهدافها التنموية
إعداد: أ. منى بسيسو
- 30 - الإصلاح الضريبي في دولة الكويت
إعداد: د. عباس المجرن
- 31 - استهداف التضخم النقدي: ماذا يعني لدول مجلس التعاون؟
إعداد: د. وشاح رزاق
- 32 - الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على دول الخليج
إعداد: د. وشاح رزاق
د. إبراهيم أونور
د. وليد عبد مولاة
- 33 - استخدام العوائد النفطية
إعداد: د. محمد إبراهيم السقا
- 34 - السوق الخليجية المشتركة
إعداد: د. أحمد الكواز
- 35 - الاقتصاد السياسي لعدم المساواة في الدول العربية
إعداد: د. علي عبد القادر علي
- 36 - الضرائب، هبة الموارد الطبيعية وعرض العمل في الدول العربية ودول مجلس التعاون
إعداد: د. بلقاسم العباس
د. وشاح رزاق
- 37 - اندماج إقتصادي إقليمي أم دولي: الحالة العربية
إعداد: د. أحمد الكواز
- 38 - التجارة البينية الخليجية
إعداد: د. وليد عبد مولاة

Arab Planning Institute - Kuwait

P.O.Box: 5834 Safat 13059 - State of Kuwait

Tel: (965) 24843130 - 24844061 - 24848754

Fax: 24842935



المعهد العربي للتخطيط بالكويت

ص.ب: 5834 الصفاة 13059 دولة الكويت

هاتف: 24843130 - 24844061 - 24848754 (965)

فاكس: 24842935

E-mail: api@api.org.kw

web site: [http// www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)